

新班子，新气象，新作为

华泰研究

2025年4月25日 | 中国内地

首次覆盖

化学制药

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

4.95

研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915	+(86) 21 2897 2078
研究员	张云逸
SAC No. S0570519060004	zhangyunyi@htsc.com
	+(86) 21 3847 6729
联系人	唐庆雷
SAC No. S0570123070049	tangqinglei@htsc.com
SFC No. BUS625	+(86) 21 2897 2228

首次覆盖哈药股份给予“买入”评级，目标价 4.95 元（给予 25 年 17x PE）。哈药股份是一家老牌制药企业，2023 年底以来在管理班子、管理制度、精神面貌、经营改革上发生质变，我们认为 2024 年是业绩可持续发展的起点，未来随着利润兑现与品牌重估，公司有望迎来估值提升。

2023 年末公司换届，2024 年提质增效

2023 年底公司换届后变化较大：1) 管理班子上，董事长由中信资本兼任更换为哈尔滨国资委派驻，外聘职业经理人退出管理，哈药系重新执掌公司；2) 管理制度上，新董事会就章程、总裁工作细则、内控与激励制度作出调整与完善，完善内控、优化激励，展现发展决心；3) 精神面貌上，2019~2023 年外聘职业经理人管理下公司存在内外磨合问题，2024 年新班子均为内部提拔，享有威望、可以凝聚员工共识，在对外交流、对内管理、经营细节等方面焕然一新；4) 经营改革上，营销班子更替负责人、去行政化、增加销售、推行营销活动、加大合作力度，生产班子与研发班子也积极变革。

经营改革推动收入增长，降本增效推动净利率提升

工业收入 2023 年 53 亿元、净利率 3.4%，我们预计 2024~2027 年同比增长 15~20%，净利率 6.2%/6.8%/7.7%/8.5%：1) 公司长期目标培育 3 个 10 亿级（葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌、双黄连）、4 个 5 亿级、5 个 2 亿级、10 个 1 亿级的产品矩阵，我们认为核心产品品牌能量强、市场空间大、市场份额小，营销发力有望驱动工业收入持续增长；2) 分部净利率来看，我们估算 2023 年 OTC ~6%、健康科技与 GNC 中国亏损，参考行业平均约 10%，OTC、健康科技及 GNC 均有提升空间，带动工业净利率稳步提升。

与市场不同的观点

公司 2024 年在班子、制度、面貌、改革上变化较大，且对高管增加任期激励与延期支付，我们预计这些举措有望推动公司可持续性快速增长。市场认为药店/保健品行业承压，我们认为公司主力产品市场空间大、市占率低，长期积累的品牌势能与换届带来的运营势能有望推动业绩持续兑现。

首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2024-27 年收入 169/185/202/221 亿元（+9.5/9.5/9.3/9.2% yoy），归母净利 6.0/7.3/8.9/10.7 亿元（+52.4/21.7/21.6/20.0% yoy），给予公司 25 年 PE 估值 17x（参考可比公司一致预期中位数），目标价 4.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，市场推广不及预期，新管理层经营低于预期。

经营预测指标与估值

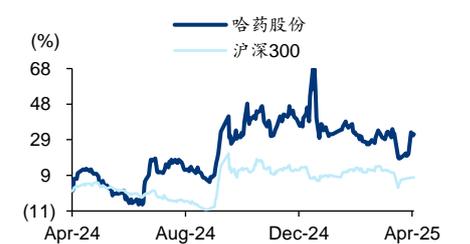
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	13,809	15,457	16,923	18,529	20,247
+/-%	7.86	11.93	9.49	9.49	9.27
归属母公司净利润 (人民币百万)	464.36	395.26	602.21	732.91	891.49
+/-%	25.14	(14.88)	52.36	21.70	21.64
EPS (人民币，最新摊薄)	0.18	0.16	0.24	0.29	0.35
ROE (%)	11.36	8.73	11.98	12.87	13.70
PE (倍)	20.12	23.64	15.52	12.75	10.48
PB (倍)	2.16	1.98	1.75	1.54	1.34
EV EBITDA (倍)	9.73	9.46	7.04	5.63	4.51

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	4.95
收盘价 (人民币 截至 4 月 24 日)	3.71
市值 (人民币百万)	9,344
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	286.49
52 周价格范围 (人民币)	2.61-4.73
BVPS (人民币)	2.07

股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,560	10,396	11,608	12,781	14,252
现金	2,433	3,060	3,351	3,952	4,623
应收账款	4,089	4,432	4,897	5,317	5,844
其他应收账款	178.51	146.47	209.34	180.24	245.47
预付账款	260.64	211.02	305.38	260.02	357.82
存货	1,804	1,924	2,047	2,260	2,357
其他流动资产	794.13	621.83	797.99	810.85	824.36
非流动资产	3,876	3,716	3,680	3,656	3,630
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,477	2,317	2,331	2,349	2,369
无形资产	444.21	451.14	413.69	372.37	330.53
其他非流动资产	954.96	948.48	935.69	934.49	930.72
资产总计	13,436	14,112	15,288	16,437	17,882
流动负债	8,002	8,243	8,703	8,980	9,361
短期借款	1,933	1,658	1,826	1,658	1,658
应付账款	2,338	2,281	2,639	2,697	3,023
其他流动负债	3,731	4,304	4,237	4,624	4,680
非流动负债	483.17	446.33	439.50	432.84	426.22
长期借款	33.19	32.63	25.80	19.14	12.52
其他非流动负债	449.99	413.70	413.70	413.70	413.70
负债合计	8,485	8,689	9,143	9,413	9,788
少数股东权益	619.98	698.75	819.04	965.44	1,144
股本	2,526	2,521	2,519	2,519	2,519
资本公积	688.60	685.32	685.32	685.32	685.32
留存公积	2,890	3,282	4,004	4,884	5,953
归属母公司股东权益	4,331	4,724	5,326	6,059	6,951
负债和股东权益	13,436	14,112	15,288	16,437	17,882

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	622.09	949.67	531.55	1,051	948.71
净利润	511.09	474.22	722.50	879.31	1,070
折旧摊销	274.37	311.75	274.72	285.78	307.67
财务费用	67.61	27.72	33.28	18.69	(4.35)
投资损失	(40.33)	(4.48)	(4.48)	(4.48)	(4.48)
营运资金变动	(163.07)	31.21	(510.06)	(145.26)	(438.61)
其他经营现金	(27.59)	109.26	15.59	17.20	18.91
投资活动现金	72.34	(206.64)	(232.93)	(255.81)	(275.66)
资本支出	(89.65)	(86.54)	(222.82)	(242.02)	(257.20)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	161.98	(120.11)	(10.11)	(13.79)	(18.46)
筹资活动现金	174.62	147.94	(8.29)	(193.68)	(2.32)
短期借款	(144.74)	(274.87)	168.28	(168.28)	0.00
长期借款	(0.90)	(0.56)	(6.83)	(6.66)	(6.62)
普通股增加	7.50	(4.60)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	13.17	(3.28)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	299.59	431.25	(169.75)	(18.74)	4.30
现金净增加额	872.79	891.89	290.33	601.74	670.72

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,809	15,457	16,923	18,529	20,247
营业成本	10,403	11,405	12,148	13,176	14,124
营业税金及附加	122.65	118.19	129.40	141.68	154.82
营业费用	1,754	2,312	2,630	2,891	3,310
管理费用	818.93	839.50	918.91	989.44	1,053
财务费用	67.61	27.72	33.28	18.69	(4.35)
资产减值损失	(87.60)	(45.07)	(50.77)	(55.59)	(60.74)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	40.33	4.48	4.48	4.48	4.48
营业利润	695.80	659.63	1,000	1,215	1,476
营业外收入	27.80	2.43	2.43	2.43	2.43
营业外支出	22.45	11.52	11.52	11.52	11.52
利润总额	701.15	650.54	991.14	1,206	1,467
所得税	190.06	176.32	268.64	326.94	397.68
净利润	511.09	474.22	722.50	879.31	1,070
少数股东损益	46.73	78.95	120.29	146.40	178.08
归属母公司净利润	464.36	395.26	602.21	732.91	891.49
EBITDA	1,032	971.66	1,286	1,496	1,755
EPS (人民币, 基本)	0.19	0.16	0.24	0.29	0.35

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.86	11.93	9.49	9.49	9.27
营业利润	8.31	(5.20)	51.63	21.51	21.48
归属母公司净利润	25.14	(14.88)	52.36	21.70	21.64
获利能力 (%)					
毛利率	24.67	26.21	28.21	28.89	30.24
净利率	3.70	3.07	4.27	4.75	5.28
ROE	11.36	8.73	11.98	12.87	13.70
ROIC	12.79	12.77	17.96	21.74	24.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.15	61.57	59.80	57.26	54.74
净负债比率 (%)	1.68	(15.69)	(18.17)	(26.95)	(31.76)
流动比率	1.19	1.26	1.33	1.42	1.52
速动比率	0.93	0.99	1.05	1.13	1.22
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.12	1.15	1.17	1.18
应收账款周转率	3.43	3.63	3.63	3.63	3.63
应付账款周转率	4.61	4.94	4.94	4.94	4.94
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.16	0.24	0.29	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.38	0.21	0.42	0.38
每股净资产(最新摊薄)	1.72	1.88	2.11	2.41	2.76
估值比率					
PE (倍)	20.12	23.64	15.52	12.75	10.48
PB (倍)	2.16	1.98	1.75	1.54	1.34
EV EBITDA (倍)	9.73	9.46	7.04	5.63	4.51

正文目录

投资摘要	6
哈药股份：品牌深入人心的老牌制药企业	10
从国有企业转为无实控人企业	12
换届换人，哈药执掌，重启改革	14
2023 年末换届换人，享有威望的内部人员重新执掌公司	14
2024 年初章程、内控、激励等制度即刻优化调整	15
营销提升，人员、精气神、战略合作全面提升	16
生产、研发等其他项目各个击破	17
工业：收入快速增长，净利率持续提升	19
工业概览：五大业务板块布局六大治疗领域	19
OTC（线下渠道）：哈药品牌深入人心，营销赋能新一轮增长	20
葡萄糖酸钙与酸锌：维矿市场容量大，哈药有望扩大市占率	21
双黄连与护彤：大牌平价有望提高市场份额	23
抗生素：重回增长轨道，总厂有望扭亏	25
健康科技（线上渠道）：拓展线上渠道勾勒第二成长曲线	26
哈药生物：“一体两翼”战略，聚焦 EPO 与轻医美	27
哈药中药：文号多而体量小，力争培育 3~5 个过亿单品	28
GNC 中国（保健品）：自有团队经营，聚焦九大产品管线	28
商业：精细化管理成效显著，有望稳健成长	30
盈利预测与估值分析	34
预计 2024-27 年归母净利润 6.0/7.3/8.9/10.7 亿元	34
给予公司 2025 年 17x PE 估值	35
风险提示	36

图表目录

图表 1：哈药股份：利润预测	6
图表 2：哈药股份：估值横向比较	6
图表 3：哈药股份历史 PE bands	6
图表 4：中国医药行业品牌排名	7
图表 5：2024 年公司变化及影响分析	7
图表 6：2021 年至今公司工业季度收入增速与净利率	8
图表 7：哈药股份核心品种	8
图表 8：哈药股份股价复盘	9
图表 9：哈药股份大事记	10
图表 10：哈药股份股权结构（9M24）	10
图表 11：哈药股份：收入拆分	11
图表 12：哈药股份：毛利拆分	11

图表 13: 哈药股份: 收入、归母净利润与增速	11
图表 14: 哈药股份: 毛利润与毛利率	11
图表 15: 哈药股份: 固定资产与在建工程 (2010~2023)	12
图表 16: 知名 OTC 企业管理费率 (2015~2023)	12
图表 17: 哈药集团混改进度	12
图表 18: 哈药股份: 董事长与总裁	12
图表 19: 哈药股份: 三项制度改革前后人员变化	13
图表 20: 哈药股份剔除商业的收入利润 (2019~2023)	13
图表 21: 哈药股份: 工业板块营运能力	13
图表 22: 净利率比较: 哈药股份、OTC 药企、保健品企业	13
图表 23: 董事会与高管人员 (以年报披露当年任职超半年为准)	14
图表 24: 哈药股份高管与履历	14
图表 25: 修订《章程》	15
图表 26: 修订《公司总裁工作细则》	15
图表 27: 哈药股份十届二次董事会决议 (内控制度调整)	15
图表 28: 哈药股份十届二次董事会决议 (激励制度调整)	15
图表 29: 哈药营销: 总裁	16
图表 30: 哈药股份: 工业销售人员	16
图表 31: 哈药营销: 主题营销活动	16
图表 32: 哈药集团: 对外战略合作	17
图表 33: 2024 年以来的生产改造	17
图表 34: 工业毛利率: 哈药股份工业板块 vs 中药全行业工业板块整体毛利率 (整体法与算数平均) 对比	17
图表 35: 哈药股份生产基地	18
图表 36: 哈药股份研发基地	18
图表 37: 哈药股份工业板块收入、增速及	19
图表 38: 哈药股份工业板块净利润及净利率	19
图表 39: 哈药股份: 医药工业收入拆分 (按治疗领域分)	19
图表 40: 医药工业毛利率-按产品类型分	19
图表 41: 哈药股份: 医药工业收入拆分 (按公司分)	20
图表 42: 哈药股份: 医药工业利润拆分 (按公司分)	20
图表 43: 哈药股份核心产品	20
图表 44: 哈药股份: OTC (线下渠道) 收入表现	21
图表 45: 哈药股份: OTC (线下渠道) 净利润与净利率	21
图表 46: 哈药股份: 维矿类核心品种销售情况	21
图表 47: 维矿产品中国实体药店销售情况	22
图表 48: 维矿重点企业收入与净利率	22
图表 49: 年龄与骨量的关系	22
图表 50: 钙制剂的主要推荐人群	22
图表 51: 锌制剂的主要推荐人群	23
图表 52: 常用钙制剂特点	23
图表 53: 常用补锌药物比较	23
图表 54: PDB 样本医院感冒药物销售额	23
图表 55: 哈药股份: 感冒药收入拆分	23
图表 56: 双黄连口服剂型: 销售额 (2018~2023)	24
图表 57: 双黄连口服剂型: 各渠道中企业占比	24

图表 58: 太龙药业: 中药口服液销售收入 (2015~2023)	24
图表 59: 福森药业: 双黄连口服液销售收入 (2015~2023)	24
图表 60: 小儿氨酚黄那敏颗粒: 中国城市实体药店销售额	24
图表 61: 小儿氨酚黄那敏颗粒市场格局 (1-3Q23 重点省份实体药店)	24
图表 62: PDB 样本医院抗生素类药物销售额	25
图表 63: 抗生素企业抗生素类产品收入	25
图表 64: 抗生素企业毛利率	25
图表 65: 抗生素相关企业净利率	25
图表 66: 哈药健康科技: 营业收入、归母净利润	26
图表 67: 中国实体药店和网上药店销售额与增速	26
图表 68: 汤臣倍健: 线上渠道收入与毛利率	26
图表 69: 汤臣倍健: 销售毛利率与销售净利率	26
图表 70: 哈药生物公司营业收入、归母净利润和增速	27
图表 71: 人促红素 PDB 样本医院销售额	27
图表 72: 人促红素 PDB 样本平均单价	27
图表 73: 哈药人促红素 PDB 样本医院销售额和市占率	27
图表 74: 哈药中药: 营业收入、归母净利润	28
图表 75: 哈药集团世一堂制药厂: 收入利润表现	28
图表 76: GNC 中国股权结构	28
图表 77: 中国保健品市场规模及预测	29
图表 78: 保健品公司中国市场市占率情况	29
图表 79: 保健品公司收入和净利率	29
图表 80: GNC 中国 (哈药香港+上海食品科技) 营业收入、归母净利润	29
图表 81: 哈药商业板块收入及预测	30
图表 82: 哈药商业板块归母净利润及预测	30
图表 83: 哈药商业板块 (人民同泰) 收入-按业务类型分	30
图表 84: 人民同泰归母净利润与占公司归母净利润比例	30
图表 85: 中国医药批发企业 TOPT100 市场份额	31
图表 86: 人民同泰批发业务收入和利润率-分业务类型	31
图表 87: 全国连锁与个体药店数量	31
图表 88: 黑龙江省连锁与个体药店数量	31
图表 89: 人民同泰直营门店数和分布	32
图表 90: 人民同泰会员人数和销售占比	32
图表 91: 哈药商业板块 (人民同泰) 营收/员工数	32
图表 92: 哈药商业板块 (人民同泰) 存货周转天数	32
图表 93: 哈药商业板块 (人民同泰) 三项费用率	32
图表 94: 哈药商业板块 (人民同泰) 毛利率与归母净利率	32
图表 95: 哈药商业板块 (人民同泰) 毛利率水平同业对比	33
图表 96: 哈药商业板块 (人民同泰) 净利率水平同业对比	33
图表 97: 哈药股份盈利预测	35
图表 98: 估值表	35
图表 99: 哈药股份 PE-Bands	36
图表 100: 哈药股份 PB-Bands	36

投资摘要

哈药股份 2023 年底以来在管理班子、管理制度、精神面貌、经营改革上发生质变，这些变化推动了 2024 年以来收入与利润的超常表现（前三季度收入同比增长 7%、工业收入同比增长 25%、归母净利润同比增长 75%），而市场认可并交易了公司处在困境反转期（市值从 1M24 的 72 亿元涨至 12M24 的 104 亿元）。

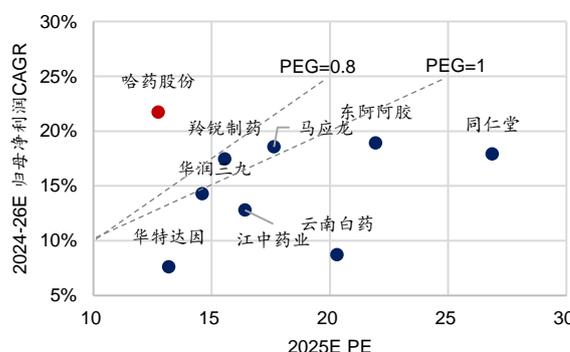
我们认为这些变化的深度、广度、力度、持久度有望超出市场预期，2025 年季度利润有望在高基数上持续兑现，公司增长的可持续性将得到验证。目前公司 PE 估值行业横向与历史纵向两个维度均处于较低区间，随着增长能力不断验证，我们预计估值水平有望修复。我们预计 2024-27 年归母净利 6.0/7.3/8.9/10.7 亿元 (+52.2/21.8/21.6/20.0%yoy)，给予 25 年 PE 估值 17x（参考可比公司一致预期中位值），对应目标价 4.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表1：哈药股份：利润预测



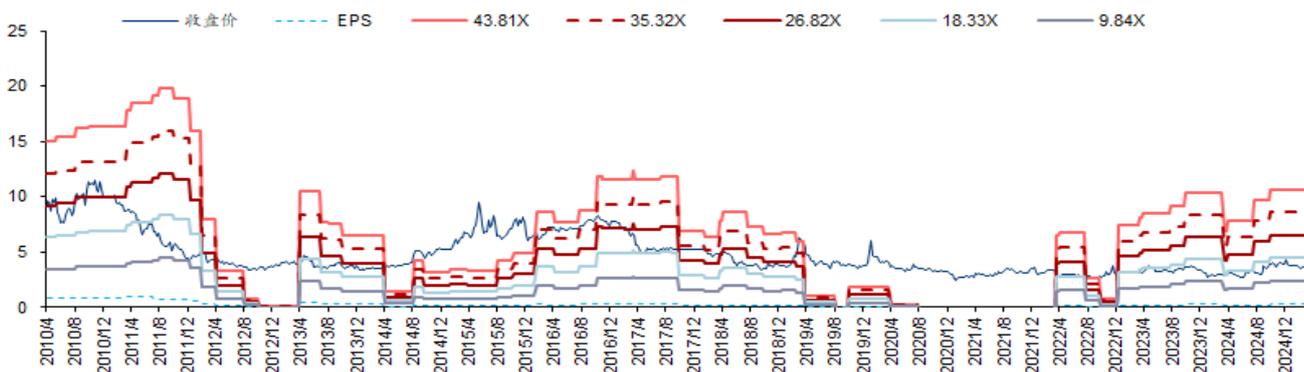
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：哈药股份：估值横向比较



注：以 2025 年 4 月 24 日收盘价计算，可比公司 CAGR 和 PE 参考 Wind 一致预期，哈药股份为华泰研究预测
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3：哈药股份历史 PE bands



注：采取前复权、TTM PE 计算，截至 2025 年 4 月 24 日收盘
资料来源：Wind，华泰研究

“哈药”具备稀缺的品牌能量，这一优势是公司主观能动性得以施展的基础。

- 1) “哈药”是 2000~2010 年中国最知名的医疗保健品牌之一，其品牌价值积累源于 2000 年前后数十亿元的广告投放，公司在媒介集中的时代通过三精、哈药六厂等品牌成功抢占消费者心智资源。
- 2) 哈药 2023 年在中国医药品牌价值排行榜中仅排 15 名，其下滑主要源自东北经济环境变动（黑龙江 GDP 全国排名从 2010 年第 16 名下滑至 2024 年第 25 名）与公司经营战略偏差（2010~2015 年大兴土木且折旧高昂，2015~2020 年移动互联网浪潮下未能找到新的宣传模式）。
- 3) 我们认为公司具备较强的品牌能量（品牌家喻户晓，品种知名度高），这一能量将随着东北全面振兴、公司换届后重振经营转换为收入利润的提升。

图表4：中国医药行业品牌排名

	2004	2005	2008	2013	2023
1	999	哈药集团	海王集团	哈药集团	国药集团
2	三精（哈药集团）	同仁堂	哈药集团	云南白药	广药集团
3		华北制药	健康元	同仁堂	上海医药
4		石药集团		三精（哈药集团）	云南白药
5		太极集团		三九医药	华东医药
...					...
15					哈药集团
评选方	北京名牌资产评估	《北大商业评论》	World Brand Lab	北京名牌资产评估	Brand Finance

资料来源：北京名牌资产评估，《北大商业评论》，World Brand Lab，Brand Finance，华泰研究

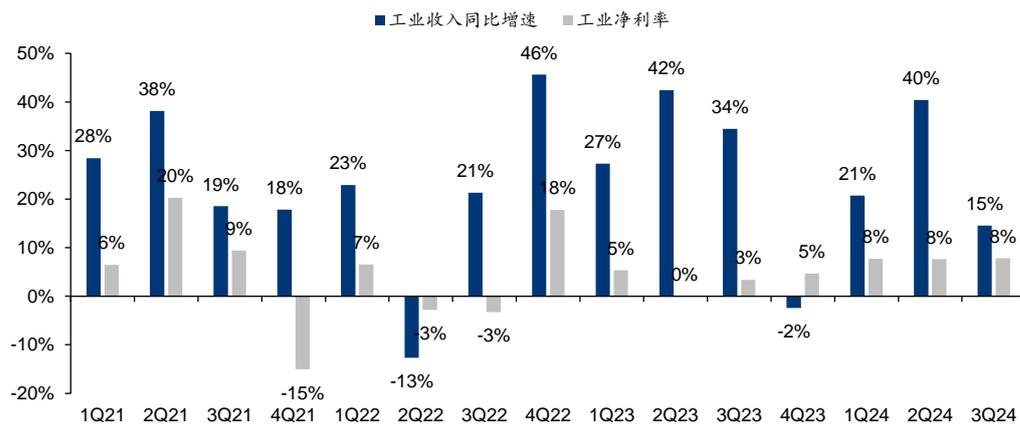
公司 2024 年在管理班子、管理制度、精神面貌、经营改革等方面发生较大变化。

- 1) 管理班子上，董事长由中信资本兼任更换为哈尔滨国资委派驻，此前董事会外部招聘的职业经理人退出管理，哈药集团内部班子重新执掌公司。
- 2) 管理制度上，新董事会第二次会议就章程、总裁工作细则、内控制度与激励制度作出调整与完善，完善内控、优化激励，展现发展决心。
- 3) 精神面貌上，2019~2023 年外聘职业经理人管理下公司存在内外磨合问题，2024 年新班子均为内部威望管理人员、凝聚员工共识，在对外交流、对内管理、经营细节等方面焕然一新。
- 4) 经营改革上，营销班子更替负责人、去行政化、增加销售、推行营销活动、加大合作力度，生产班子由总裁调改、主导数字改造与扩张、推动成本有效下降，研发班子增设 2 个中心与 1 个职能、分线分块更为清晰。
- 5) 改革成果上，2024 年以来工业收入呈现强劲增长（vs 过去经常波动），工业净利率维持在 8%（vs 过去忽高忽低）。

图表5：2024 年公司变化及影响分析

	变化	影响
管理班子	董事长原先由中信资本董事长张懿宸兼任，新董事长胡晓萍来自哈尔滨国资委下属企业 总裁原先由董事会外聘、均为外企 MNC 职业经理人，新总裁芦传有为哈药六厂/三精厂长退休返聘 副总裁原先大量外聘，换届后外聘副总基本上离开公司	新董事长驻地哈尔滨、参与公司经营管理工作 新总裁长期服务哈药、德高望重 管理团队重回哈药
管理制度	总裁原先权限较宽且独立于董事会作决策，新工作准则要求总裁在董事会领导下工作 新制定股权投资相关制度与惩罚措施 对高管增加任期激励与延期支付，对员工增加超额奖金激励	管理班子决策效率提升 汲取 GNC 并购经验，完善内控制度 降低高管与员工短视行为的可能性，完善激励制度
精神面貌	换届后管理班子有经验、要发展、也控费	经营势头较足
经营改革	营销负责人从外聘职业经理人换为哈药老员工刁广军，执行去行政化（压缩汇报岗，压缩省区冗余岗）与增加人手（新招聘过千人） 生产过去基地老化、长期未升级换代、生产水平较弱，总裁芦传有历任三精与六厂厂长，对多个生产基地的产线进行数字化改造与扩张。 研发在 3 个（研发中心、新药、大健康）基础上组建“五院一部”（新增中药研究院、生物研究院、完善研发体系科研管理部），搭建各有侧重的研发体系	销售收入增长（开源） 生产成本下降（节流）

资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：2021年至今公司工业季度收入增速与净利率


资料来源：公司公告，华泰研究

我们认为产品、净利率仍然有潜力。

- 1) **OTC**: 哈药营销作为核心子公司, 覆盖总厂(抗生素)、三精(酸钙、酸锌、双黄连等)、六厂(护彤等)等生产基地的产品, 首先葡萄糖酸锌、葡萄糖酸钙、双黄连口服液市场广阔、市占率低、竞品体量大, 均有望冲击 10 亿收入体量, 其次阿莫西林与小儿氨酚黄那敏竞争激烈但市场容量大, 均有望冲击 5 亿收入体量, 最后 OTC 分部净利率较低(6%), 我们预计随着高毛产品提速、规模效应、总厂减亏有望带动净利率逐步提升。
- 2) **健康科技**: 健康科技是 2021 年成立电商销售子公司, 覆盖本部保健品(钙铁锌等), 我们认为相较于同业, 在产品体量与净利率上均存在提升空间。
- 3) **保健品子公司(GNC 中国)**: 哈药集团并购 GNC 后, 公司提升了 GNC 中国业务的管理层级, 此后公司总裁任命外部职业经理人管理, 换届后由内部选聘人员管理 GNC, 我们预计公司锚定国内国际龙头公司, 对标收入与盈利能力, 实现稳步提升。
- 4) **工业子公司(哈药中药、哈药生物)**: 中药公司与生物公司属于相对独立运营的子公司, 中药公司未来聚焦培养 3~5 个过亿单品并在生产上降本增效, 生物公司聚焦 EPO 与医美并推行营销内部廉洁, 我们预计工业子公司在收入、利润上均存在提升空间。
- 5) **商业子公司(人民同泰)**: 人民同泰是独立运营的子公司, 我们认为其市场份额(省内约三分之一)与净利率(近 3%)属于同业较高水平, 未来维持平稳。

图表7：哈药股份核心品种

板块	主营/单品	23 年收入	收入参考 (23 年)	提升空间	23 年净利率	净利率参考 (23 年)	提升空间
OTC	葡萄糖酸钙	25 亿元	19 亿元 (百洋医药迪巧)	✓	6%	13% (华润三九)	✓
	葡萄糖酸锌	3~4 亿元	>20 亿元 (华润三九酸钙锌)	✓		45% (华特达因)	
	双黄连口服液	4~5 亿元	>20 亿元 (华润三九酸钙锌)	✓		17% (江中药业)	
	阿莫西林胶囊	>2 亿元	7 亿元 (太龙药业口服液)	✓			
	小儿氨酚黄那敏	>2 亿元	>25 亿元 (米内网三大终端)	✓			
	~1 亿元	>10 亿元 (华润三九同产品)	✓				
健康科技	钙铁锌等	9 亿元	17 亿元 (汤臣倍健线上)	✓	-6%	7% (仙乐健康)	✓
GNC	保健品	11 亿元	63 亿元 (汤臣倍健境内)	✓	1%	19% (汤臣倍健)	✓
哈药中药	品牌中药等	6 亿元	12 亿元 (佛慈制药)	✓	17%	15% (同仁堂科技)	×
哈药生物	人促红素等	3 亿元	13 亿元 (科兴制药)	✓	6%	20% (三生制药)	✓
人民同泰	医药商业	103 亿元	~300 亿元 (黑龙江市场)	×	3%	2% (鹭燕医药)	×

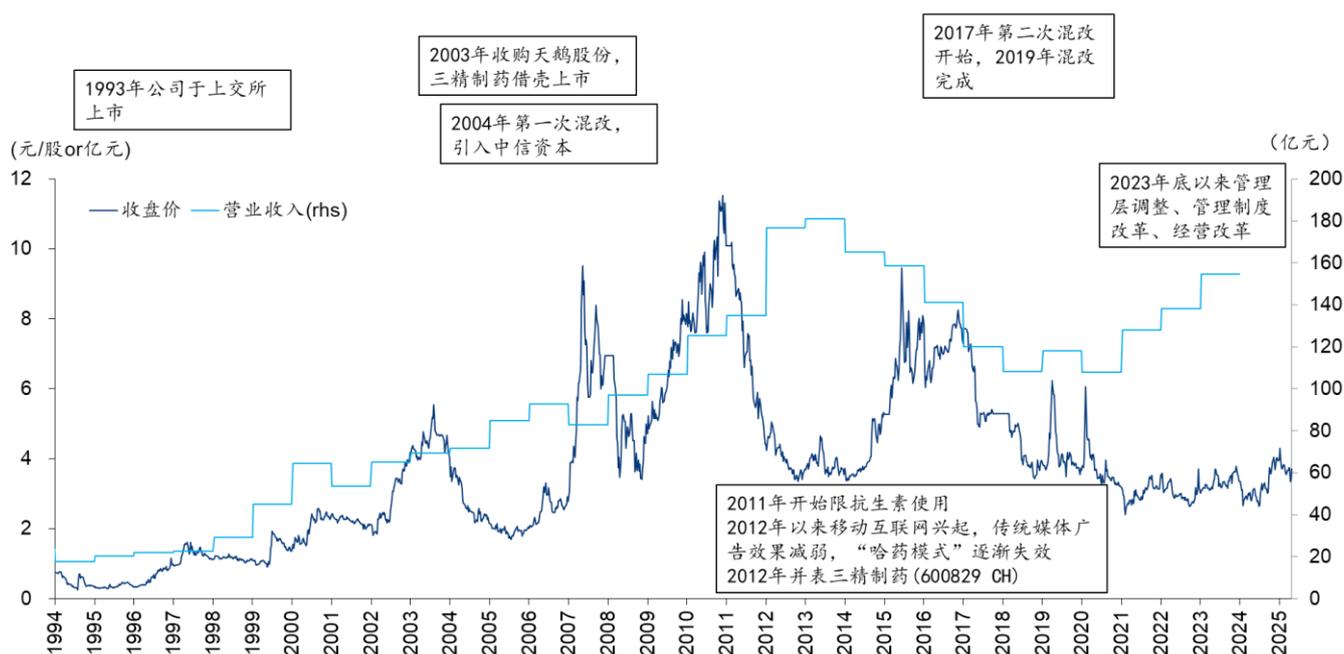
资料来源：公司官网，华泰研究

与市场不同的观点：

- 1) **市场普遍担忧 2025~2026 年无法快速增长。**我们认为公司 2024 年在管理班子、管理制度、精神面貌、经营改革上发生质变，并对高管增加任期激励与延期支付，均有助于可持续性的快速增长。
- 2) **市场认为药店行业与保健品行业承压 (beta 向下)，尽管公司发展意愿强烈，但兑现难度较高。**我们认为公司实现增长最主要的基本盘是市占率低，如双黄连、护彤、维矿类还有较大渗透率提升空间。当市场空间足够大、市占率足够低时，我们预计长期积累的品牌势能与换届带来的运营势能将推动业绩持续兑现。

复盘公司股价：公司 2012 年以来随着原“哈药模式”的逐渐失效，利润和股价均出现拐点向下，2020 年因三改费用与信用/资产减值而大幅亏损，2021 年混改后成效初步显现，公司营收回归增长轨道，2024 年在营收和利润改善驱动下，股价开始进入上升通道。

图表8：哈药股份股价复盘



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日收盘，股价采用前复权

资料来源：Wind，华泰研究

哈药股份：品牌深入人心的老牌制药企业

哈药股份成立于1991年，前身是哈尔滨医药集团。公司于1993年上交所上市，为中国医药行业第一家上市公司和黑龙江省首家上市公司。公司上市至今32年间历经两次混改，实控人从地方国资变为目前无实控人状态。

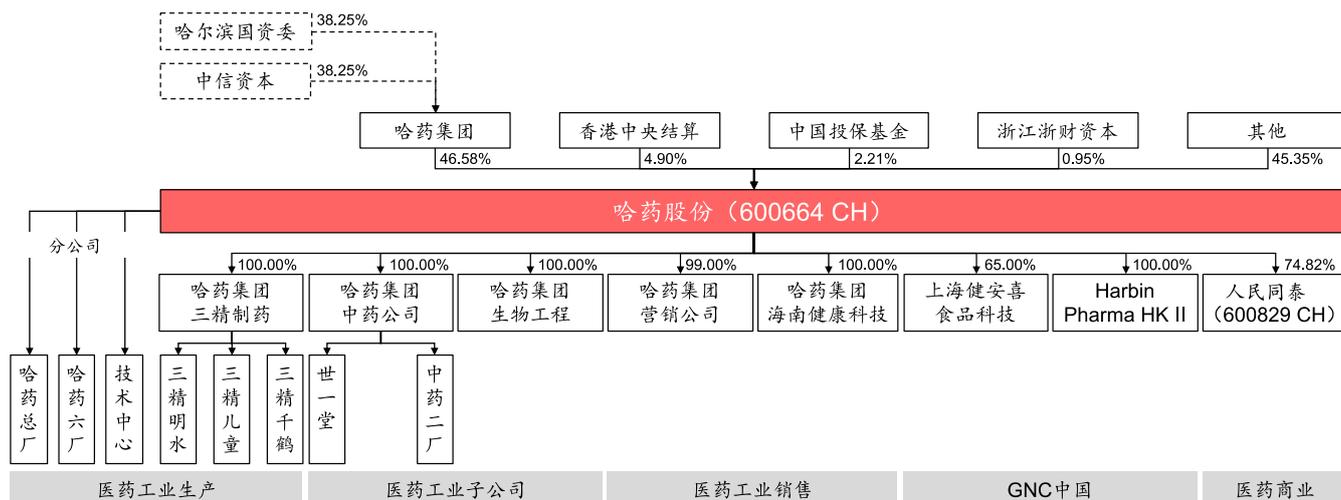
图表9：哈药股份大事记

时间	事件
1989年	哈药股份前身哈尔滨医药集团股份有限公司成立
1991年	公司正式更名为哈药集团股份有限公司
1993年	上交所上市，股票代码600664
2003年	公司收购天鹅股份，三精制药通过资产互换将股权置入天鹅股份实现借壳上市
2004年	哈药集团（哈药股份母公司）第一次混改，引入中信资本
2012年	并表三精制药（600829）
2015年	三精制药完成重大资产重组，与哈药股份持有的医药公司进行股权置换，改名人民同泰
2017年	第二次混改开始，中信资本尝试增资控股获得哈药集团控股权 哈药股份投资世界保健品巨头GNC（健安喜）
2018年	受监管审批限制，中信资本终止对哈药集团的增资扩股
2019年	哈药集团完成混改，中信资本和哈尔滨国资委均持股哈药集团38.25%，成为无实控人企业 引入原诺华中国区总裁徐海斌任总裁
2020年	受疫情影响，GNC申请破产保护
2021年	中信资本加强经营干预，中信资本董事长张懿宸任哈药股份董事长
2022年	引入职业经理人林国人任哈药集团董事、总裁
2023年	原哈药股份副董事长胡晓萍任董事长，原哈药股份副总裁芦传有任总裁

资料来源：公司官网，华泰研究

哈药股份控股股东为哈药集团（哈尔滨国资委与中信资本各持有38.25%股份），为无实控人状态。哈药股份业务范围涵盖医药工业板块和医药商业板块。工业板块核心子公司包括三精制药（化药、保健品）、中药公司（中药）、生物工程公司（生物药）、营销公司（产品营销）、健康科技（电商）和哈药香港（跨境电商）等，分公司包括哈药总厂、哈药六厂和技术中心等。商业板块核心是人民同泰（600829 CH），主要经营医药流通业务，包括批发和药房零售。

图表10：哈药股份股权结构（9M24）



资料来源：Wind，华泰研究

工业表现决定利润表现，历史收入表现平稳、利润波动大，2024 年收入与利润明显起色。

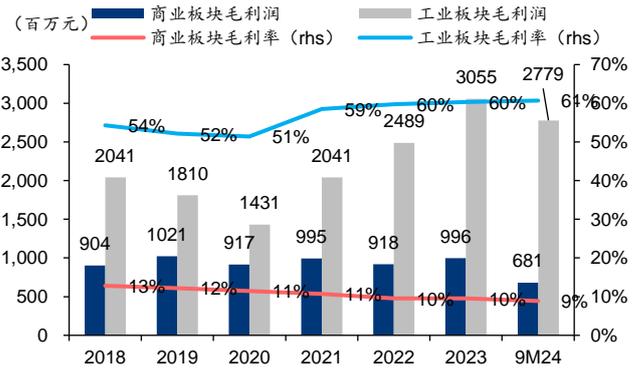
- 1) 医药商业近年收入约占公司 2/3，但由于毛利率在 10% 上下、相对较低，毛利占比仅 1/4。医药工业近年收入约占营收 1/3，由于毛利率较高(60%左右)，毛利润贡献约 3/4。
- 2) 公司收入从 2018 年的 108.1 亿元增长到 2023 年的 154.6 亿元，CAGR 约 7.4%，表现平稳。公司归母净利润在 2020 年为负（主因三项制度改革的职工安置费用、GNC 应收股利减值计提、闲置设备计提减值准备），随后表现平稳、但利润表现不及收入表现。
- 3) 2023 年末换届后，新管理班子推进经营改革，2024 年公司工业收入较快增长，总营收因商业拖累表现平淡，利润因工业净利率更高、增速较好。

图表11：哈药股份：收入拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：哈药股份：毛利拆分



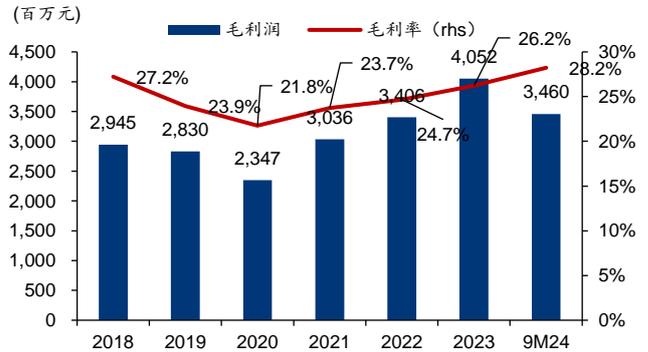
资料来源：公司公告，华泰研究

图表13：哈药股份：收入、归母净利润与增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表14：哈药股份：毛利润与毛利率

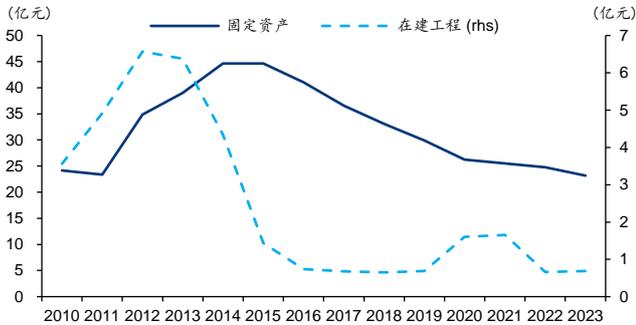


资料来源：公司公告，华泰研究

从国有企业转为无实控人企业

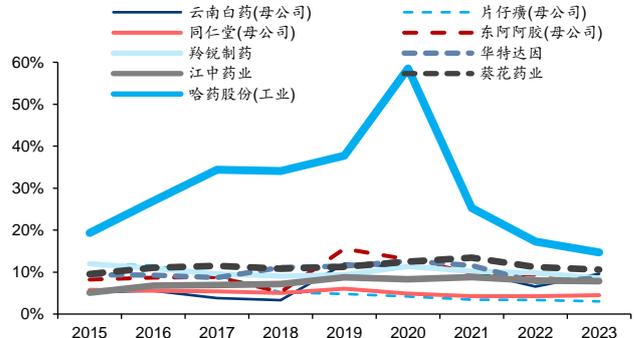
哈药股份过去存在较多内部治理问题，较为典型包括过度生产投入（固定资产一度接近 50 亿元）与费用管理漏洞（工业部门的管理费率显著高于同类知名 OTC 企业）。

图表 15: 哈药股份: 固定资产与在建工程 (2010~2023)



资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表 16: 知名 OTC 企业管理费率 (2015~2023)



资料来源: Wind, 华泰研究

2017 年初中信资本启动对哈药集团的财务投资，经过两年的起起伏伏，2019 年底哈药集团由哈尔滨国企变为无实控人企业，其中在最后一轮现金增资扩股中哈药集团估值约 80 亿。

图表 17: 哈药集团混改进度

时间	混改进度
2017 年 9 月 28 日	哈药股份披露公告，公司实际控制人哈尔滨市国资委正在筹划与哈药集团相关重大事项，涉及哈药集团层面的股权变更，以推进哈药集团继续开展混合所有制改革。
2017 年 12 月 25 日	哈尔滨市国资委、中信冰岛、华平冰岛、哈尔滨国企重组管理顾问有限公司和哈药集团与中信资本医药签署《关于哈药集团有限公司之增资协议》。根据协议约定，哈尔滨市国资委持有哈药集团的股权下降为 32.02%，中信资本控股旗下三家企业（中信冰岛、华平冰岛、中信资本医药）合计持有哈药集团 60.86% 的股权，中信资本控股将成为哈药集团的间接控股股东，进而成为哈药集团的实际控制人。
2018 年 6 月 20 日	哈尔滨市国资委下发《关于终止本次哈药集团增资扩股有关事宜的通知》，决定终止本次哈药集团有限公司增资扩股事项。
2018 年 11 月 12 日	哈药集团根据哈尔滨市国资委的通知要求召开董事会，决定重新启动哈药集团增资扩股相关事宜。
2019 年 5 月 30 日	哈药股份就表示，待投资者确定后，相关各方将签署增资协议，哈药集团将由国有控股企业变为国有参股企业，哈药集团的控制权也将发生变更，公司实际控制人将由哈尔滨市国资委变更为无实际控制人。
2019 年 8 月 12 日	控股股东哈药集团通过增资扩股方式引入重庆哈珀以及黑马祺航为新增投资者，增资完成后股权结构为哈尔滨市国资委持股 38.25%，中信冰岛、华平冰岛、黑龙江中信分别持股 19.125%、18.7%、0.425%，哈尔滨国企重组公司持股 8.5%，重庆哈珀持股 10%，黑马祺航持股 5%。
2019 年 9 月 4 日	哈尔滨市政府、哈尔滨市国资委在哈药集团召开增资扩股新闻发布会，增资金额为 12.07 亿元，哈药集团控制权由哈尔滨市国资委变更为无实际控制人。企业力争三年内实现营业收入 300 亿元。（截止 2022 年 12 月 31 日，哈药集团营业收入 238.50 亿元，净利润 6.70 亿元）

资料来源: 公司公告, 华泰研究

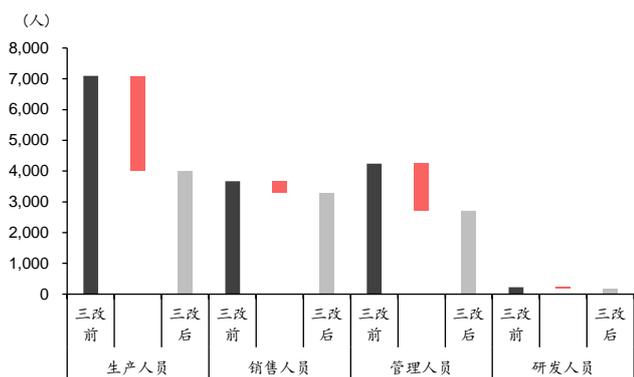
2019 年后引入职业经理人，董事长由中信资本董事长张懿宸兼任，总裁先后为徐海瑛（2019~2022）、林国人（2022~2023），此外内部变化较大，包括三项制度改革（2020 年 8 月起开始全面执行“三项制度”改革工作，已逐步实现人员能进能出、干部能上能下、薪酬能高能低）与优化员工（截止 2021 年年末员工数量净减少 5023 人，其中因三项制度改革减少 4597 人）。混改后逐步释放潜力，工业收入 2021 年恢复至 2019 年水平，随后两年实现 20% 的增长，工业利润从 2021 年起扭亏为盈，利润体量维持在 2~3 亿元。

图表 18: 哈药股份: 董事长与总裁

	任职日期	离职日期	出生年份	履历
董事长				
张镇平	2017-10-25	2021-01-07	1961	曾任哈尔滨市委组织部副巡视员，哈药集团有限公司党委书记等
张懿宸	2021-01-08	2023-12-27	1963	中信资本董事长兼首席执行官
总裁				
徐海瑛	2019-03-03	2022-05-16	1967	曾任诺华集团中国区总裁，国投创新董事总经理，招商局集团健康产业投资公司总经理
林国人	2022-05-16	2023-12-27	1970	曾任台湾宝洁公司总经理，GSK 大中华区副总裁及中美史克总经理，君乐宝集团副总裁

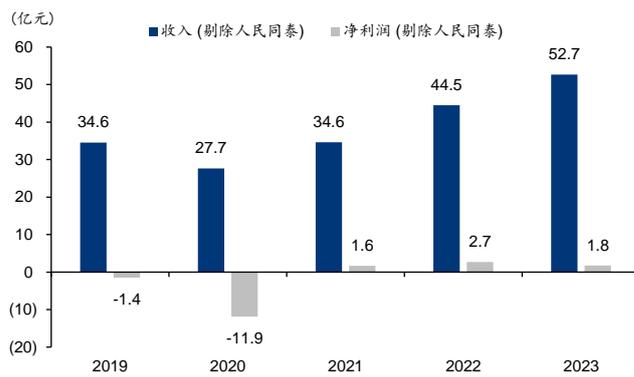
资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表19: 哈药股份: 三项制度改革前后人员变化



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表20: 哈药股份剔除商业的收入利润 (2019~2023)

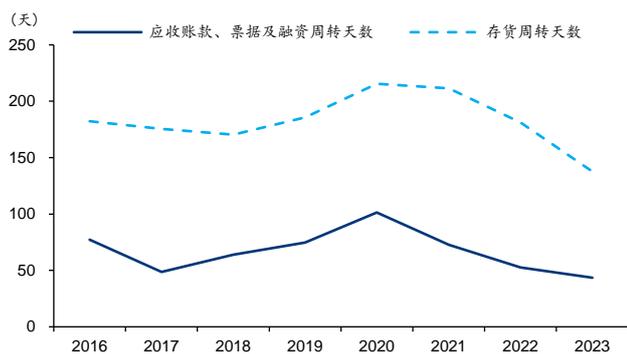


资料来源: 公司年报, 华泰研究

改革期间出现一些问题, 驱动 2023 年底的新一轮变革。

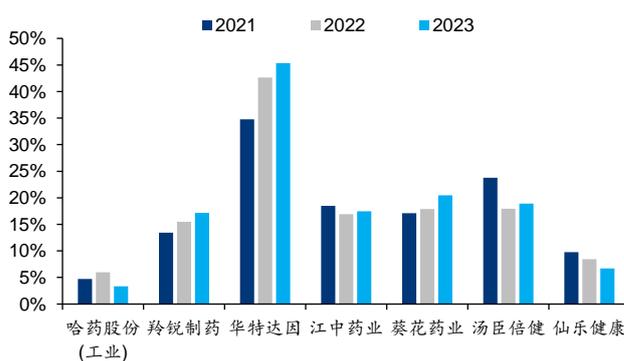
- 1) 营运能力较弱: 尽管 2021~2022 年收入维持增长, 但存货周转天数与应收周转天数 2019~2022 年维持在高位。
- 2) 净利率仍不高: 尽管扭亏为盈, 2021~2023 年工业净利率均值 4.7%, 但相较于 OTC 药企、保健品企业等同业净利率仍然较低。

图表21: 哈药股份: 工业板块营运能力



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表22: 净利率比较: 哈药股份、OTC 药企、保健品企业



资料来源: Wind, 华泰研究

换届换人，哈药执掌，重启改革

公司 2024 年在管理班子、管理制度、精神面貌、经营改革等方面发生较大变化。

- 1) 管理班子上，董事长由中信资本兼任更换为哈尔滨国资委派驻，此前董事会外部招聘的职业经理人退出管理，哈药集团内部管理人员重新执掌公司。
- 2) 管理制度上，新董事会第二次会议就章程、总裁工作细则、内控制度与激励制度作出调整与完善，完善内控、优化激励，展现发展决心。
- 3) 精神面貌上，2019~2023 年外聘职业经理人管理下公司存在内外磨合问题，2024 年新班子均为内部威望管理人员、凝聚员工共识，在对外交流、对内管理、经营细节等方面焕然一新。
- 4) 经营改革上，营销班子更替负责人、去行政化、增加销售、推行营销活动、加大合作力度，生产班子由总裁调改、主导数字改造与扩张、推动成本有效下降，研发班子增设 2 个中心与 1 个职能、分线分块更为清晰。

2023 年末换届换人，享有威望的内部人员重新执掌公司

2023 年 12 月 27 日公司董事会与高管团队换届，我们认为变化积极正面：

- 1) 混改后董事长由中信资本董事长张懿宸兼任，实际事务由外聘的总裁负责，换届后董事长由哈尔滨国资委派驻，胡晓萍在哈尔滨上班、已经多年参与经营管理（2020 年底任集团纪委书记、2022 年初任集团党委书记）。
- 2) 混改后总裁均为外聘职业经理人，且持续外聘副总裁、2019~2022 年外聘副总裁人数超过内部副总裁，换届后总裁换为内部人员（芦传有历任六厂与三精厂长、对公司产销研有深刻理解），此外将多个内部人员提拔至副总裁。
- 3) 目前董事长 54 岁，总裁 62 岁（退休返聘），副总裁 42~52 岁，我们认为未来三年董事会与管理层较为稳定。

图表23：董事会与高管人员（以年报披露当年任职超半年为准）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
董事长	张镇平	张镇平	张懿宸	张懿宸	张懿宸	胡晓萍
副董事长			张镇平	胡晓萍	胡晓萍	
董事 (中信)		徐海瑛、黄荣凯	徐海瑛、黄荣凯	林国人、孙峙峰	林国人、孙峙峰	孙峙峰、刘墨
董事 (哈尔滨)	刘波、孟晓东、刘庆财	胡晓萍、刘庆财	胡晓萍	尹世炜	尹世炜	尹世炜、芦传有
总裁	徐海瑛	徐海瑛	徐海瑛	林国人	林国人	芦传有
副总裁 (外聘)	肖强、盘虹、梁晨、王鹏浩、王海盛、高磊	肖强、梁晨、王鹏浩、王海盛	肖强、梁晨、王鹏浩、王海盛	肖强、梁晨、姜海涛	姜海涛	姜海涛
副总裁 (哈尔滨)	刘波、孟晓东、吴志军	刘波、孟晓东	刘波、孟晓东、芦传有	刘波、孟晓东、芦传有	刘波、孟晓东、李邦东、夏继成	刘波、孟晓东、李邦东、夏继成

资料来源：公司官网，华泰研究

图表24：哈药股份高管与履历

职位	高管	履历
董事长	胡晓萍	曾任哈尔滨投资集团有限责任公司融资部部长、总经理助理、副总经理、党委委员，哈尔滨哈投投资股份有限公司党委副书记、副董事长、总经理，哈药集团股份有限公司第九届董事会副董事长、董事会薪酬与考核委员会委员。
总裁	芦传有	曾任哈药集团制药六厂总工程师、常务副厂长、厂长、党委书记，哈药集团三精制药有限公司党委书记、董事长、总经理，哈药集团股份有限公司副总裁、高级顾问。
副总裁	刘波	曾任哈尔滨制药二厂财务处副处长、处长，本公司财务部副部长、部长、副总会计师，公司第六届至第八届董事会董事，哈药集团人民同泰医药股份有限公司副董事长。
副总裁	孟晓东	曾任本公司财务部部长、证券部部长，哈药集团三精制药股份有限公司董事，哈药集团人民同泰医药股份有限公司副董事长，哈药集团有限公司董事，哈药集团股份有限公司第七、八届董事会董事。
副总裁	姜海涛	曾任东北制药集团股份有限公司项目经理、北京阜康仁生物制药科技有限公司制剂部负责人、沈阳达善医药科技有限公司副总经理、沈阳科惠生物医药科技有限公司总经理。
副总裁	李邦东	曾任哈药集团股份有限公司卓越运营部总监、哈药集团三精明水药业有限公司总经理，哈药集团制药六厂总经理。
副总裁	夏继成	曾任哈药集团中药二厂厂长助理、哈药集团股份有限公司战略发展部产品拓展总监、哈药集团股份有限公司运营管理部总监。
副总裁	刁广军	曾任哈药集团三精制药有限公司总经理助理、哈药集团三精千鹤制药有限公司董事长、哈药集团营销有限公司副总经理、哈药集团中药有限公司党委书记、总经理，现任哈药集团股份有限公司中央市场部总监、哈药集团营销有限公司总经理。

资料来源：公司官网，华泰研究

2024 年初章程、内控、激励等制度即刻优化调整

2024 年 4 月 10 日公司董事会第二次会议，新任班子通过多个议案完善公司治理：

- 1) 章程修改：公司上市以来章程中的经营宗旨从未修改，2024 年修改章程，体现公司之“变”，新宗旨突出了为人民健康的使命感与凝心聚力的团队精神；
- 2) 总裁工作：2019~2023 年总裁的权限较宽且思路相对独立，2024 年修订总裁细则，强调总裁对董事会负责；
- 3) 内控制度：增设三个职能部门、加强监察，就股权投资制定相关制度措施（预计与 GNC 收购相关），完善内控制度；
- 4) 激励制度：对高管增加任期激励与延期支付，对员工增加超额奖金激励，完善激励制度。

图表25：修订《章程》

	修订前	修订后（2024年4月）
经营宗旨	适应改革开放的要求，通过内引外联，充分利用雄厚的资金和技术力量，积极参与市场竞争，改善经营管理，提高经济效益，为国家增加收入，为全体股东谋取合法利益。	公司以“为大众健康提供良心好药，持续提升人民健康水平”为使命，以“打造持续健康发展的百年企业，成为中国医药健康产业的标杆”为愿景，秉承着“诚信专业、开放包容、协作担当、创新高效”的企业价值观，坚持“团结、拼搏、创新、敬业、实干、担当”的团队精神。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表26：修订《公司总裁工作细则》

	修订前（2022年12月）	修订后（2024年4月）
总则	总裁通过设置必要的职能部门，决定聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员，实施对日常经营的有效管理，实现公司的经营目标。 /	总裁主持公司日常生产经营管理工作，在董事会领导下工作，组织实施董事会决议，对公司董事会负责，执行董事会决议。 总裁及其他高级管理人员必须履行对公司诚信、忠诚、勤勉的义务，以股东财富最大化作为其工作的核心任务，不得参与与公司竞争、有损害的活动，不得损害国家和社会公共利益，从而危害公司利益。
总裁会议	公司管理层例行会议：包括管理层月例会、管理层扩大会议、全员沟通会。管理层例行会议应当于会议召开1日前以书面或电话形式通知全体与会人员。	公司管理层办公会议包括：周例会、月度经营工作会、决策会议、专项议题会以及季度扩大会议。其中，不定期会议应当于会议召开1日前以书面或电话形式通知全体与会人员。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表27：哈药股份十届二次董事会决议（内控制度调整）

议案	目的
公司部分内部管理机构调整	结合公司战略规划总体安排，为推动战略规划的实施，明确职责划分，提高公司管理水平和组织运营效率，经董事会研究决定对公司部分内部管理机构进行调整，重组设立中央市场部、品牌与公共关系部、审计监察部等机构。（2025年1月公司公告将品牌与公共关系部的全部职能和人员并入中央市场部）
制定《公司股权投资管理制度》	有利于加强公司股权类投资项目，规范公司的股权投资行为，防范投资风险，保证投资安全，实现公司资本运作战略。
制定《公司违规经营投资责任追究管理办法》	有利于公司构建权责清晰、约束有效的经营投资责任体系，有利于规范股份公司违规经营投资责任管理行为。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表28：哈药股份十届二次董事会决议（激励制度调整）

议案	目的
修订《公司高级管理人员薪酬考核实施办法》	本次修订以绩效为导向，增加了任期激励、延期支付等考核内容，科学合理的设定考核目标并动态调整，进一步完善了高级管理人员的薪酬及考核机制，有助于建立有效的中长期激励和约束机制，促进公司持续稳定发展。
制定《公司业绩超额奖金激励办法》	进一步完善了公司激励机制，有利于充分调动员工积极性与创造性，有效地将股东利益、公司利益与员工利益结合，实现公司与员工共同发展，确保公司发展战略与经营目标的实现。本办法激励范围包括：股份公司及所属各分子公司在岗人员（不包含公司高级管理人员），同时授权公司管理层负责具体实施事宜。
修订公司五年战略规划	公司通过梳理行业发展趋势及机会，同时结合公司实际情况，对原有战略规划的进一步细化与调整。本次修订将有利于提升公司的市场竞争力，促进公司经营目标的实现。

资料来源：公司公告，华泰研究

营销提升，人员、精气神、战略合作全面提升

2024 年营销班子改革。

- 1) 首先是负责人更替，公司销售负责人一般为哈药营销（负责营销的全资子公司）总裁，此前由外聘的职业经理人担任或兼任，2024 年更换为此前的营销公司分管广阔市场团队的执行总裁刁广军（从基层做起长期服务哈药，了解营销工作）并在 2025 年提为公司副总裁。
- 2) 其次是去行政化，过去各条线均有副总（管理职责而非下沉工作），2024 年成立事业部，原副总任事业部总裁、参与经营业务，此外省区机构压缩，过去 OTC、处方药、广阔市场三条线，2024 年仅留下负责人，省区减少岗位、提升效率。
- 3) 最后是加派人员，2024 年公司完成大规模招聘，哈药营销、中药公司、生物公司招聘约 5-600 人，销售团队数量为近年最高水平，此外其中 380 人专职在基层城市以增加基层覆盖、促进终端动销。

图表29：哈药营销：总裁

年份	哈药营销总裁	履历
2019	王鹏浩	曾任拜耳 OTC 销售主管，辉瑞处方药销售地区经理、大区经理，GSK 中国区肝炎事业部高级大区经理、北中国销售总监，宁波朗生医药皮肤事业部运营总监，扬子江药业销售一局副局长。
2020	王鹏浩	/
2021	王鹏浩	/
2022	林国人	曾任福建华侨信托国际业务部副经理，宏雅集团总裁助理，广州宝洁大中国区百货渠道总经理、台湾宝洁公司总经理，葛兰素史克大中华区副总裁及中美史克总经理，君乐宝乳业集团副总裁。
2023	林国人	/
2024	刁广军 (12 月 17 日上任)	曾任哈药集团三精制药有限公司总经理助理、哈药集团三精千鹤制药有限公司董事长、哈药集团营销有限公司副总经理、哈药集团中药有限公司党委书记、总经理。

资料来源：公司官网，华泰研究

图表30：哈药股份：工业销售人员



资料来源：公司年报，华泰研究

2024 年起公司启动年初开门红、年中加速、年底鏖战等主题营销活动，呈现各个事业部较为饱满的情绪。

图表31：哈药营销：主题营销活动

时间	主题活动	涉及部门
2023 年 12 月	迅速行动、积极响应	分销及零售渠道，专业医学渠道，市场准入和商务管理部
2024 年 2 月	品牌事业部营销工作启动会	做到 3 个 10 亿以上产品，4 个 5 亿以上产品，5 个 2 亿以上产品，10 个 1 亿以上产品等产品矩阵
2024 年 3-4 月	实干开新局	品牌事业部（西北大区，西南大区，东北大区，华北大区，华南大区，华东大区），流通事业部，处方药事业部，电商事业部，销售管理部，生产部，客服部等
2024 年 7-8 月	向终端进发，为荣誉而战	品牌事业部，流通事业部，处方药事业部，商控事业部，电商事业部，保健品事业部
2024 年 10-11 月	热血正燃，鏖战百日	品牌事业部，保健品事业部，流通事业部，电商事业部，处方药事业部，商控事业部一部与二部

资料来源：公司公众号，华泰研究

2024 年公司主动出击、加大外部战略合作，股份公司、营销公司等与流通企业（九州通、华润、陕药等）、药店企业（高济、益丰、漱玉平民等）签署各类合作。

图表32：哈药集团：对外战略合作

时间	主体	合作
2024年4月	哈药营销、中药公司	与业内领先的医药零售企业高济健康、健之佳、重庆鑫斛药房3家连锁分别开展具有深远意义的战略合作会谈
2024年6月	哈药营销	与华润辽宁医药、沈阳国大药房开展党建共建活动
2024年7月	哈药营销	访问九州通集团，就2024年下半年的合作进行深入洽谈……双方就下半年的重点工作进行了深入交流，包括完成集团战略合作协议签订、拓展未合作区域、加强电商板块合作、推进项目合作和重视合规经营等五个方面。
2024年7月	哈药股份	与湖南益丰大药房、漱玉平民大药房在山东济南签署战略连锁合作协议
2024年12月	哈药营销	陕药集团派昂医药与哈药集团营销有限公司举行战略签约仪式

资料来源：公司公众号，华泰研究

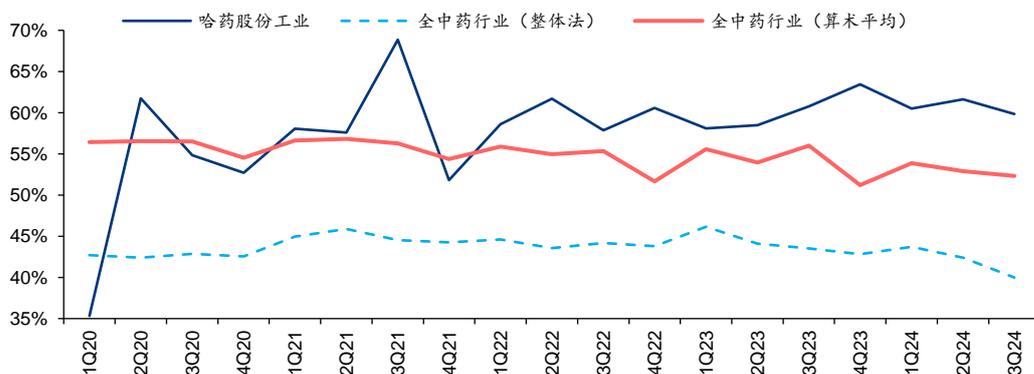
生产、研发等其他项目各个击破

公司核心产品的生产基地始建于1950年前后，长期未升级换代、生产水平较弱。现任总裁芦传有历任三精与六厂厂长、生产经验较为丰富，2024年对多个生产基地的产线进行数字化改造与扩张。我们认为生产改造降低生产成本，因药材涨价与价格压力，4Q23以来中药板块工业毛利率出现显著下移，而公司工业毛利率始终维持在60%以上。

图表33：2024年以来的生产改造

时间	项目	目的
2024年4月	哈药三精公司口服液一车间数字化升级项目	提高公司整体自动化、数字化水平，有利于产品稳定生产
2024年6月	哈药生物公司原液真核车间、制剂车间扩产、升级项目	提高哈药生物原液真核车间、制剂车间 EPO 产线生产能力，有利于产品及时供应、满足销售需求
2024年6月	哈药三精公司口服液三车间扩产项目建设	生产车间产能将得到大幅提升，进一步提升设备自动化程度，优化生产环境，确保产品及时供应。
2024年7月	联合七台河城投投资设立发酵项目	完善青氨类产业链，进一步增强公司原料制剂一体化优势；保证公司原料药稳定供应的前提下，将实现公司产品成本有效控制，提升公司产品竞争力
2024年8月	哈药六厂南直路厂区改造项目	为盘活资产、提高资产使用效率，满足未来多功能产业置入需要，公司拟对哈药六厂南直路厂区各项基础设施进行完善
2024年8月	哈药三精大庆公司检验工序自动化升级项目	三精大庆承担蓝色口服液瓶主要生产任务，为了提升生产线自动化水平，降低产品生产成本，公司拟对三精大庆检验工序进行自动化升级。
2024年8月	哈药中药公司中药颗粒剂产线自动化升级项目	为满足现有中药产品的生产需求，优化生产工艺，对中药公司中药颗粒剂产线进行自动化升级，该项目的实施有利于进一步提升生产线自动化水平、提高生产效率、降低生产成本。
2024年8月	哈药中药研究院规划改造项目	公司积极响应加快中医药特色发展的国家政策，加快中医药产业的建设，集合公司优势资源建设“哈药中药研究院”，开展中药老品种升级、布局中药创新药和药食同源类健康产品研发。

资料来源：公司官网，华泰研究

图表34：工业毛利率：哈药股份工业板块 vs 中药全行业工业板块整体毛利率（整体法与算术平均）对比

资料来源：Wind，华泰研究

图表35: 哈药股份生产基地

生产基地	生产主体	发展简史	生产方向
抗生素原料及制剂	哈药集团制药总厂	分公司, 始建于1958年	生产青霉素类、头孢菌素类、大环内酯类抗生素及心脑血管用药产品, 涵盖20多种原料药、中间体和100多个制剂品规。
液体制剂	哈药集团三精制药有限公司	全资子公司, 始建于1950年	主要产品为复方葡萄糖酸钙口服溶液、葡萄糖酸锌口服溶液、双黄连口服液、钙铁锌口服液, 覆盖药品系列及保健食品系列。
固体制剂	哈药集团制药六厂	分公司, 始建于1947年, 2020年由制药六厂与三精四厂合并改造	拥有“护彤”“盖中盖”两件中国驰名商标, “哈药六”“严迪”“泻立停”等多件黑龙江省名牌、著名商标。
生物制剂与轻医美	哈药集团生物工程有限公司	全资子公司, 成立于1995年	公司现有四大类产品, 包含生物工程类、化药肿瘤类、化药其他类、外用药类, 核心产品有: 前列地尔注射液、人促红素注射液、人粒细胞刺激因子注射液、注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯、注射用胸腺法新等。
中药	哈药集团中药有限公司	全资子公司, 由世一堂制药厂、中药二厂、世一堂中药饮片等组建	产品涵盖片剂、丸剂、颗粒剂、口服液、注射剂、胶囊剂等13种剂型, 涵盖心脑血管、清热退热、呼吸、儿科等治疗领域以及保健食品产品集群。
儿童固体制剂	哈药集团三精儿童大药厂	三精公司的全资子公司	目前主要生产氨金黄敏颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、赖氨酸磷酸氢钙颗粒、医用退热贴等。
化学原料与制剂	哈药集团三精明水药业有限公司	全资子公司, 建于2000年	三精明水有固体制剂、青霉素胶囊、粉针制剂、原料药4个生产车间, 重点品种有拉西地平片、阿莫西林胶囊、人工牛黄甲硝唑胶囊、注射用磷霉素钠粉针, 以及拉西地平、盐酸罗沙替丁醋酸酯原料药及磷霉素钠无菌原料药等。
玻璃包装制品	哈药集团三精大庆玻璃工业园有限公司	全资子公司, 成立于2005年7月	公司拥有两盘玻璃窑炉、五条拉管线、180台制瓶机, 通过多年多渠道拓展, 三精大庆的全年蓝瓶产能已达到20.8亿支。

资料来源: 公司官网, 华泰研究

公司过去仅有1个研发中心, 系哈尔滨市医药工业研究所2011年组建而成哈药集团药物研究院, 后2020~2022年组建新药研究院与大健康研究院, 换届后公司进一步改革研发体系, 2024年组建中药研究院与生物研究院, 目前形成“五院一部”、各有侧重的研发体系。依据公司战略发展规划, 研发聚焦心脑血管、消化代谢、呼吸系统、抗感染、抗肿瘤五大领域, 老年人用药、儿童用药和大健康产品三大方向。制定了短、中、长期规划, 逐步完成从“仿创结合、以仿为主”, 向“仿创结合、以创为主”的战略过渡。

图表36: 哈药股份研发基地

研发基地	侧重领域	发展简史	研发方向
哈药药物研究院 (技术中心)	仿制药	成立于2011年, 其前身为1991年成立的哈尔滨市医药工业研究所	主要以高端仿制药为主、改良型新药为辅, 兼顾技术平台建设以及技术平台衍生的新药; 为化药仿制药、原料药、化药一致性评价等的研发技术支持服务; 专注技术平台建设, 利用掩味技术平台、连续流技术平台孵化创新产品。
哈药新药研究院 (北京生物)	创新药	成立于2020年, 从事新药开发的新药研究院	致力于创新药与高端制剂研发等业务, 关注化药布局首仿第一梯队上市品种。
哈药大健康研究院	OTC/保健品	成立于2022年, 由哈药三精制药研发团队、技术中心保健食品研发团队、哈药六厂研发团队组成	致力于仿制药、OTC类品种及保健品研发。聚焦营养补充、呼吸、消化、慢病等健康领域, 重点关注儿童、成人、老年、女性等消费群体。
哈药中药研究院	中药	组建于2024年, 由中药二厂研发中心、世一堂制药厂产品开发部和原中药三厂科研部组成	品种关注中药创新药、经典名方、中药院内制剂、中药老品种升级, 治理领域聚焦心脑血管、肌肉骨骼系统用药、消化系统疾病用药、呼吸系统用药等。专注中药活性成分技术平台、中药凝胶膏剂技术平台的建设。
哈药生物研究院	生物药	组建于2024年, 依托于哈药生物	研发领域涵盖消化代谢、呼吸、抗感染、抗肿瘤等。研究方向为生物创新药、生物仿制药开发, 并兼顾化学仿制药和具有生物概念的轻医美产品研制开发。
股份公司科研管理部	科研综合管理	/	/

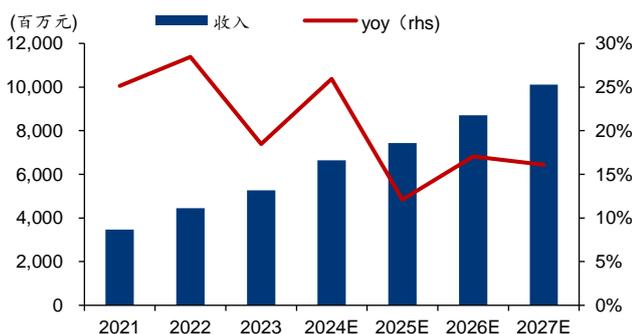
资料来源: 公司官网, 华泰研究

工业：收入快速增长，净利率持续提升

我们预计工业收入 2024~2027 年同比增长 15~20%，净利率 6.2/6.8/7.7/8.5%：

- 1) 我们预计 OTC 收入维持快速增长（主力产品通过营销加强、覆盖提升推动市场份额扩大），健康科技公司维持快速增长（线上销售平台，主力产品加速线上销售），中药公司与生物公司维持稳健增长（中药公司聚焦大单品，生物公司聚焦一体两翼），GNC 中国维持快速增长（内部选聘人员管理后加大经销体系建设）。
- 2) 工业净利率 2023 年 3.4%（2024 年估算 6.2%），其中我们估算 OTC 6%、中药与生物公司合并 13%、健康科技与 GNC 中国亏损，参考行业水平，我们预计各分部净利率均有提升空间，带动工业净利率稳步提升。

图表37：哈药股份工业板块收入、增速及



资料来源：Wind，华泰研究预测

图表38：哈药股份工业板块净利润及净利率

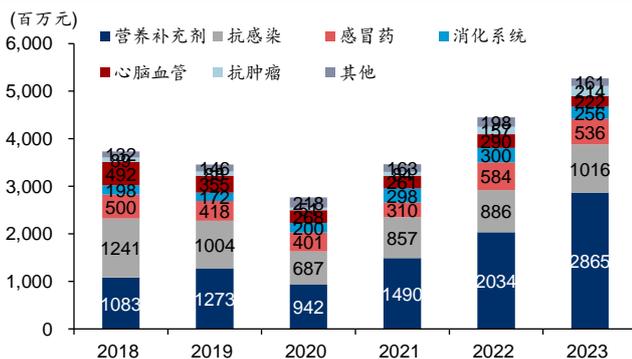


资料来源：Wind，华泰研究预测

工业概览：五大业务板块布局六大治疗领域

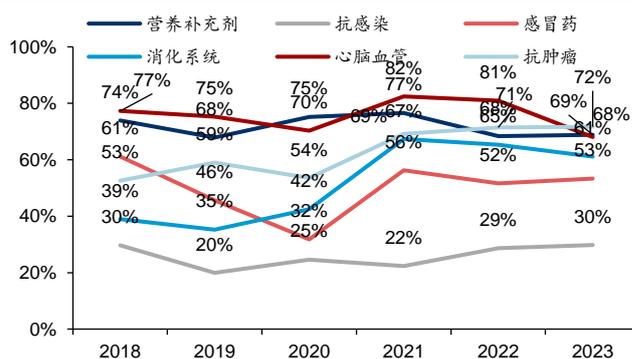
按领域分，核心业务为营养补充剂、抗生素、感冒药。公司主要业务聚焦营养补充剂、抗感染、感冒药、消化系统、心脑血管、抗肿瘤等六大领域，占比最大的依次是营养补充剂（维矿类、GNC 等）、抗感染（抗生素）、感冒药（双黄连等），2023 年占医药工业收入 54%/19%/10%、占医药工业毛利润 64%/10%/9%。

图表39：哈药股份：医药工业收入拆分（按治疗领域分）



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：医药工业毛利率-按产品类型分

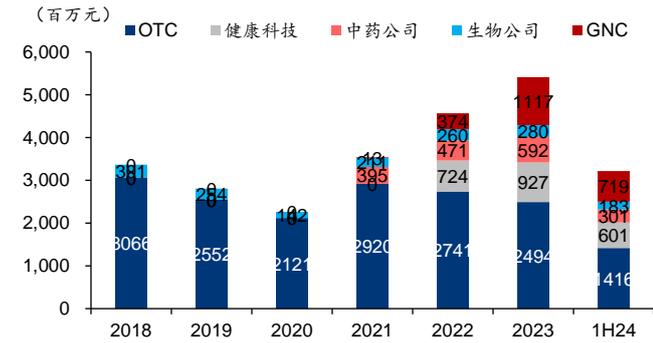


资料来源：Wind，华泰研究

按公司分，核心收入来源是 OTC、GNC 中国、健康科技，核心利润来源是 OTC。

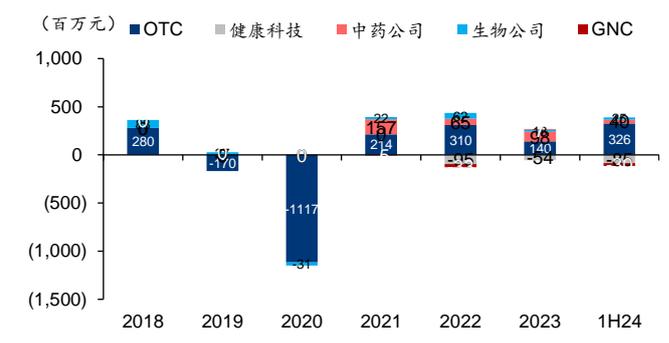
- 1) 哈药股份工业板块主要分为 OTC（全资子公司哈药营销负责股份公司、三精制药等生产产品的线下销售）、健康科技、中药公司、生物公司、GNC 中国（包括哈药香港与上海健安喜）等五部分；
- 2) 收入端，1H24 OTC、GNC 中国、健康科技、中药公司和生物公司分别占 44%/22%/19%/9%/6%；
- 3) 利润端，1H24 OTC 贡献利润大头（归母净利润贡献 3.3 亿），其次是中药公司与生物公司（分别贡献 0.4 亿元、0.3 亿元），健康科技与 GNC 分别亏损 0.9 亿元、0.3 亿元。

图表41: 哈药股份: 医药工业收入拆分 (按公司分)



注: 收入经调整, OTC 包含营销公司、三精制药、母公司 (剔除投资收益), GNC 包含哈药香港与上海健安喜
资料来源: Wind, 华泰研究

图表42: 哈药股份: 医药工业利润拆分 (按公司分)



注: 利润经调整, OTC 包含营销公司、三精制药、母公司 (剔除投资收益), GNC 包含哈药香港与上海健安喜
资料来源: Wind, 华泰研究

按品种分, 公司产品较为分散, 其中维矿产品体量略大。公司工业板块核心产品包括葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌和钙铁锌, 均为 4~5 亿元级品种。此外, 维生素 B12、抗生素类药物 (阿莫西林、罗红霉素、头孢曲松钠等)、感冒常用药物 (双黄连口服液、小儿氨酚黄那敏颗粒等)、人促红素、拉西地平片年销售额均突破亿元。公司目标搭建一个 3 个 10 亿级产品、4 个 5 亿级、5 个 2 亿级、10 个 1 亿级品种的产品矩阵。

图表43: 哈药股份核心产品

产品名称	生产基地	销售平台	注册类型	适应症	处方性质	基药目录	医保目录	23 年收入
营养补充剂								
复方葡萄糖酸钙口服液	哈药三精	哈药营销	化学药	预防和辅助治疗钙缺乏	OTC	×	×	~4 亿元
葡萄糖酸锌口服溶液	哈药三精	哈药营销	化学药	治疗缺锌引起的营养不良、厌食症、口腔溃疡等	OTC	×	×	~5 亿元
钙铁锌口服液	哈药三精	健康科技	保健食品	补充钙、铁、锌	/	/	/	~4 亿元
铁维生素 B12 口服液	哈药三精	健康科技	保健食品	补充铁、维生素 B12	/	/	/	-
抗病毒抗感染								
阿莫西林胶囊	哈药总厂	哈药营销	化学药	适用于敏感菌 (不产 β-内酰胺酶菌株) 所致感染	Rx	√	甲类	~2 亿元
罗红霉素颗粒	哈药总厂	哈药营销	化学药	敏感菌株引起的感染	Rx	√	乙类	~2 亿元
注射用头孢曲松钠	哈药总厂	哈药营销	化学药	敏感致病菌所致的感染、败血症及手术期感染预防	Rx	√	甲类	~1 亿元
感冒药								
双黄连口服液	哈药三精	哈药营销	中成药	外感风热所致的感冒, 症见发热、咳嗽、咽痛	OTC	是	甲类	~2 亿元
小儿氨酚黄那敏颗粒	哈药六厂	哈药营销	化学药	缓解儿童普通感冒及流行性感冒相关症状	OTC	×	/	~1 亿元
心脑血管								
拉西地平片	哈药三精	哈药营销	化学药	适用于高血压患者降压	Rx	×	乙类	~1 亿元
消化系统								
抗肿瘤								
人促红素注射液	哈药生物	哈药生物	生物制品	贫血, 血液透析、腹膜透析治疗及非透析病人	Rx	√	乙类	~2 亿元

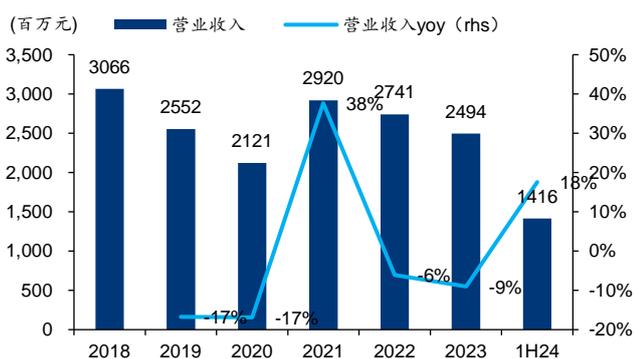
资料来源: 公司官网, 药智网, 华泰研究

OTC (线下渠道): 哈药品牌深入人心, 营销赋能新一轮增长

OTC 业务 2024 年启动新一轮收入增长, 利润率有望同步攀升。

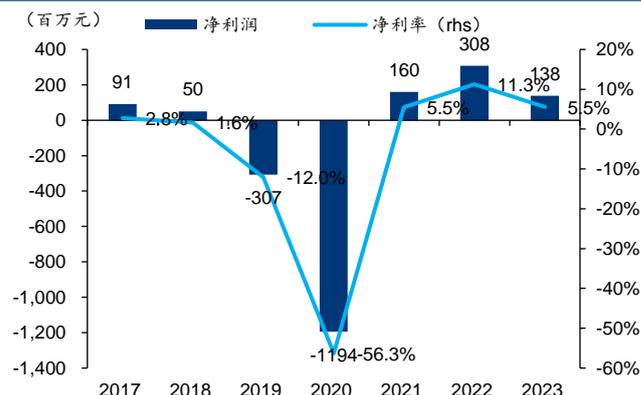
- 1) 全资子公司哈药营销 (哈药集团营销有限公司) 是主要负责线下渠道运营的销售公司, 其产品来自于: i) 全资子公司三精制药 (主要产品为复方葡萄糖酸钙口服溶液、葡萄糖酸锌口服溶液、双黄连口服液等); ii) 股份公司分公司哈药总厂 (阿莫西林胶囊、头孢曲松等); iii) 股份公司分公司哈药六厂 (OTC 和保健食品固体制剂生产基地)。
- 2) 不同于报表披露口径, 我们将哈药营销的收入视为公司 OTC 收入, 哈药营销的利润、三精制药的利润、母公司剔除投资收益的利润合并视为公司 OTC 利润。
- 3) 我们预计公司 OTC 收入未来维持 15~20% 快速增长, 净利率有望逐步提升。

图表44: 哈药股份: OTC (线下渠道) 收入表现



注: 利润经调整, 哈药营销包含营销公司、三精制药、母公司
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表45: 哈药股份: OTC (线下渠道) 净利润与净利率



注: 利润经调整, 哈药营销包含营销公司、三精制药、母公司 (剔除投资收益), 1H24 未披露利润
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

葡萄糖酸钙与酸锌: 维矿市场容量大, 哈药有望扩大市占率

我们认为补钙/补锌是优秀赛道, 葡萄糖酸钙与葡萄糖酸锌存在较大的增长空间, 均有望成为十亿品种。

- 1) 补钙与补锌存在广阔市场需求, 儿童、孕妇、围绝经期女性、老年人补钙需求高, 儿童、孕产妇补锌需求高。中康 CMH 数据显示 2022 年维矿在药店市场规模达 355 亿元, 诞生了多个十亿级品种。
- 2) 补钙与补锌的决策者通常是 25~40 岁的女性, 其消费选择依赖于新媒体宣传+周围消费惯性, 因此行业龙头品牌属性较强, 产品早期费用率高、中后期费用率低, 如达因生物与百洋医药的相关产品维持长期增长且净利率存在增长趋势。
- 3) 葡萄糖酸钙与葡萄糖酸锌是公司的拳头产品上市至今已有 30 余年, 其宣传口号“蓝瓶的、好喝的”与品牌 (哈药、三精) 已深入人心, 2015~2023 年葡萄糖酸钙与葡萄糖酸锌收入体量均在 3~6 亿元, 随着公司擦亮品牌、加强宣传, 我们预计未来均有望成为十亿品种。

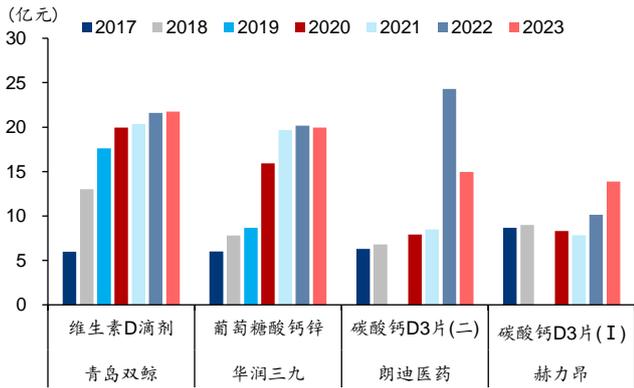
图表46: 哈药股份: 维矿类核心品种销售情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

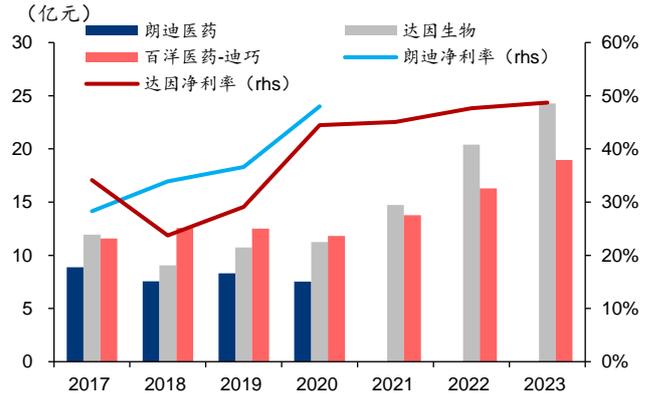
维矿市场规模持续提升, 行业龙头快速成长。从中国实体药店销售情况看, 2017 年以来多个重磅品种增长迅速, 销售体量快速突破 15-20 亿元, 包括青岛双鲸的维生素 D 滴剂、华润三九的葡萄糖酸钙锌、朗迪医药的碳酸钙 D3 片和赫力昂的碳酸钙 D3 片等。头部企业增速稳健, 迪巧、达因生物等维矿公司 2021 年以来收入快速增长分别从 2020 年的 11.2 亿元、11.8 亿元增长达到 2023 年的 24.3 亿元和 19.0 亿元, 达因净利率也维持增长态势, 从 2018 年的 24% 增长到 2023 年的 49%。

图表47: 维矿产品中国实体药店销售情况



资料来源: 米内网, 华泰研究

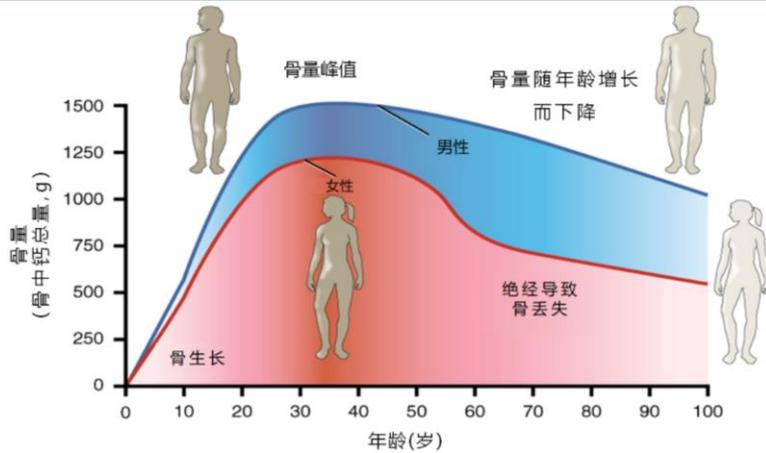
图表48: 维矿重点企业收入与净利率



注: 朗迪 21 年后数据未披露
资料来源: Wind, 华泰研究

儿童、孕妇、围绝经期女性、老年人补钙需求高。通常随着年龄增长骨质疏松发病率提高, 一般成人在 25-30 岁达到骨量峰值, 之后骨量会随着年龄增长而下降, 骨质疏松发病率随之提高。根据卫健委 2018 年公布的《中国骨质疏松流行病学调查》, 我国 50 岁以上人群骨质疏松患病率达到 19.2%, 其中男性发病率 6.0%, 女性患病率 32.1%。此外, 儿童、孕妇以及围绝经期女性也是补钙高需求人群。

图表49: 年龄与骨量的关系



资料来源: 中华内科杂志 (2022) 《建立中国老年骨质疏松症三级防控体系专家共识》, 华泰研究

图表50: 钙制剂的主要推荐人群

适应人群	特点	专家共识
儿童	钙剂的选择: 目前市面上的钙制剂品种繁多, 给儿童补钙时应首选钙含量高、胃肠易吸收、安全性高、口感好、服用方便的钙制剂。但应关注婴幼儿消化系统发育尚未成熟的生理特点, 注意钙制剂的体外溶解性。	中国儿童钙营养专家共识 (2019 年版)
孕产妇	对于普通孕妇, 推荐从孕中期开始每天补充钙剂至少 600mg 直至分娩, 有利于产后骨密度增加与骨骼恢复 (I 类推荐, B 级证据)。	中国孕产妇钙剂补充专家共识 (2021)
围绝经期	单纯补钙可以增加骨密度, 降低骨折风险。50 岁以上和绝经后女性钙的推荐摄入量为 1000mg/d, 可耐受最高摄入量为 2000mg/d……建议首先通过膳食补充, 如果不能从膳食中获得足够的钙, 如乳糖不耐受或缺乏高钙食物, 建议通过钙补充剂达到推荐的每日摄入量。	围绝经期和绝经后妇女骨质疏松防治专家共识
老年人	建议老年人每日元素钙的摄入量为 1000~1200 mg……不能通过膳食得到足量元素钙的, 可以使用钙制剂进行补充, 选择钙剂时需要考虑元素钙的含量、来源、安全性及性价比等因素。碳酸钙含钙量 40%, 吸收率高, 易溶于胃酸, 常见不良反应为上腹不适和便秘等。枸橼酸钙 (柠檬酸钙) 含钙量 21%, 但水溶性较好, 胃肠道不良反应小, 可用于胃酸缺乏和有肾结石风险的患者。	建立中国老年骨质疏松症三级防控体系专家共识

资料来源: 中华预防医学会儿童保健分会, 中华医学会妇产科学分会, 中国老年学和老年医学学会, 中国老年保健医学研究会老年骨质疏松分会, 华泰研究

锌在成长智力发育中起到重要作用，儿童和孕产妇补锌需求高。锌参与人体多种代谢过程，促进骨骼、肌肉和器官发育起到重要作用，幼儿成长智力发育中缺锌会导致智力低下、免疫力低下等问题。根据中国研究型医院学会儿科学专业委员会，儿童补锌治疗建议选用易于吸收、口感较好、成本较低的补锌药物。孕产期与哺乳期女性对锌的生理需求增高，可使用补充剂额外补充锌剂。

图表51： 锌制剂的主要推荐人群

人群	建议	专家共识与建议
儿童	锌元素的补充应优先日常膳食补锌……补锌治疗应口服给药，宜选用易溶于水、易于吸收、口感较好、成本较低的补锌药物。	儿童锌缺乏症临床防治专家共识
孕产妇	人体中的锌元素主要通过膳食获得，轻度锌缺乏时通过调整饮食结构，如增加海鲜、坚果类食物摄入即可满足正常需求。孕产期与哺乳期女性对锌的生理需求增高，可额外补充锌剂……目前常用补锌药物分为三类：无机锌、有机锌、氨基酸螯合锌。	孕产期与哺乳期妇女锌缺乏症临床防治专家建议

资料来源：中国研究型医院学会儿科学专业委员会，华泰研究

葡萄糖酸钙/酸锌兼具易吸收、口感好、使用范围广等优点，更易推广。常用钙制剂包括钙片、颗粒、口服液、冲剂等，葡萄糖酸钙易溶于水、口味微甜、除成人外也适用于儿童和肠胃功能较弱者。常用补锌药品包括无机锌、有机锌和氨基酸螯合锌，葡萄糖酸锌作为有机锌兼具锌吸收利用率高、胃肠道副作用小等优势。

图表52： 常用钙制剂特点

通用名	含钙量	溶解度	口感	其他
复方碳酸钙颗粒	40%	易溶	淡柠檬味	络合钙、维生素 D3
碳酸钙 D3 (片剂/颗粒剂)	40%	难溶	无味，咸涩	含维生素 D3
碳酸钙 D3 (片剂/颗粒剂)	40%	难溶	无味，咸涩	
葡萄糖酸钙 (口服液)	9%	易溶于热水	微甜	
醋酸钙 (冲剂)	25%	极易溶于水	醋酸味	
乳酸钙 (片剂)	13%	极易溶于热水	乳酸味	

资料来源：《中国儿童钙营养专家共识（2019年版）》，华泰研究

图表53： 常用补锌药物比较

种类	含锌化合物	锌吸收利用率	副作用
无机锌	硫酸锌、醋酸锌等	低，约为 7%	胃肠道反应大
有机锌	葡萄糖酸锌、乳酸锌、枸橼酸锌等	高，约为 14%	胃肠道反应小
氨基酸螯合锌	赖氨酸锌、谷氨酸锌、甘氨酸锌等	受氨基酸种类影响较大，为 14%~24%	对人体刺激性极小

资料来源：《孕产期与哺乳期妇女锌缺乏症临床防治专家建议》，华泰研究

双黄连与护彤：大牌平价有望提高市场份额

公司感冒药品类主要为双黄连口服液与小儿氨酚黄那敏颗粒（护彤）。

- 感冒药需求因季节影响不同年份略有波动，但整体呈现增长态势。PDB 样本医院数据，感冒药物销售额从 2012 年 4.4 亿元增长到 2023 年的 10.2 亿元（复合增速约 8%）。
- 双黄连市场空间 20 亿元、哈药具备品牌优势、我们预计有望成长为 10 亿品种，护彤市场空间超 10 亿、哈药加强儿童宣传、我们预计有望成长为 5 亿品种。

图表54： PDB 样本医院感冒药物销售额



资料来源：PDB，华泰研究

图表55： 哈药股份：感冒药收入拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

双黄连口服液：市场空间大，品牌优势强，营销赋能冲击 10 亿品种。

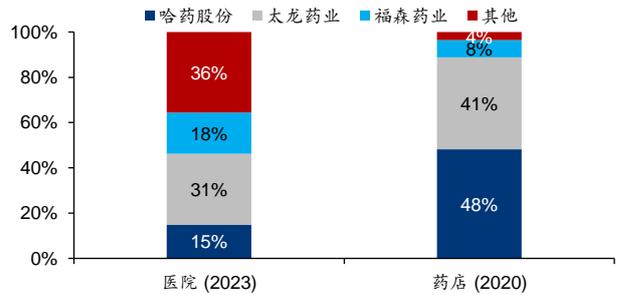
- 1) 米内网数据显示，近年来中国双黄连口服剂型市场体量在 15~20 亿元，其中医院渠道以太龙、福森、哈药为主，药店渠道以哈药、太龙为主。依据太龙药业与福森药业公告，结合米内网市占率，我们估算中国双黄连口服剂型出厂口径在 20 亿元；
- 2) 米内网显示哈药集团在医院与药店市占率分别为 15% (2023) 与 48% (2020)，公司产品近十年收入在 2~3 亿元，鉴于日常感冒用药的强消费属性与强品牌效应，我们预计随着品牌宣传加强，双黄连口服液有望扩大市场份额、收入有望实现 10 亿元目标。

图表56：双黄连口服剂型：销售额 (2018-2023)



资料来源：米内网，华泰研究

图表57：双黄连口服剂型：各渠道中企业占比



资料来源：米内网，华泰研究

图表58：太龙药业：中药口服液销售收入 (2015-2023)



资料来源：Wind，华泰研究

图表59：福森药业：双黄连口服液销售收入 (2015-2023)

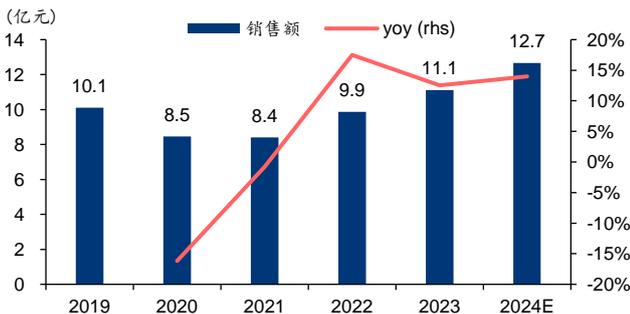


资料来源：Wind，华泰研究

小儿氨酚黄那敏颗粒 (护彤)：市场表现较好，营销助力冲击 5 亿品种。

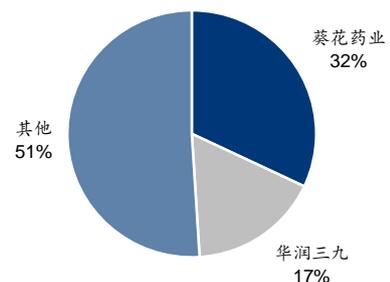
- 1) 小儿氨酚黄那敏颗粒由多个解热镇痛药与牛黄制剂复合组成，是近年表现最好的小儿感冒药之一。米内网数据显示，中国小儿氨酚黄那敏颗粒药店销售额在 10 亿元以上，近年维持双位数增长，其中药店以葵花药业、华润三九为主。
- 2) 哈药护彤具备品牌辨识度，十年前品牌市占率 6% (米内网 2016 年重点城市零售药店) 仅次于华润三九的 43% 与浙江亚峰的 13%，近年华润三九强者恒强、葵花药业后来居上，公司产品表现较弱，我们估计公司产品收入停留在 1~2 亿元，随着品牌宣传加强，我们认为公司小儿氨酚黄那敏有望重拾市场份额、收入有望实现 5 亿元目标。

图表60：小儿氨酚黄那敏颗粒：中国城市实体药店销售额



资料来源：米内网，华泰研究

图表61：小儿氨酚黄那敏颗粒市场格局 (1-3Q23 重点省份实体药店)



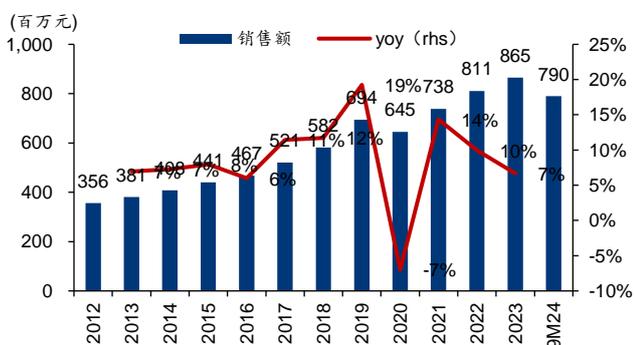
资料来源：米内网，华泰研究

抗生素：重回增长轨道，总厂有望扭亏

哈药总厂是股份公司的分公司，成立于1958年，是公司抗生素生产基地，一度是中国最大的抗生素生产企业之一。近十年因行业、自身等因素表现较差，净利率长期为负，2023年换届后2024年总厂收入同比增长、利润大幅减亏，我们预计2025年有望实现经营性扭亏。

- 1) 中国抗生素市场已进入平稳增长期，PDB数据显示样本医院抗生素类药物销售额从2012年的3.6亿元增长到2023年的8.7亿元（复合增速约8%），其间除了2020年受到外部诊疗限制影响出现负增长外均为正增长。
- 2) 哈药作为传统抗生素龙头，其早期市场地位与华北制药相当，近十年其他企业通过产品升级实现平稳过度，哈药因环保限制、管理层变动、战略调整等因素，抗生素业务在收入、毛利率、净利率上跑输行业。
- 3) 2023年底管理层换届后，2024年哈药总厂实现收入同比增加、利润同比大幅度减亏的目标，哈药总厂2025年通过统筹力求满产、全链条降本、自营销售发力、老产品复产等多个手段，力争实现经营性扭亏。

图表62：PDB样本医院抗生素类药物销售额



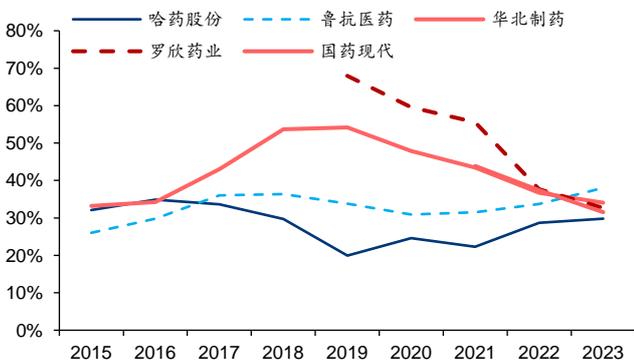
资料来源：Wind，华泰研究

图表63：抗生素企业抗生素类产品收入



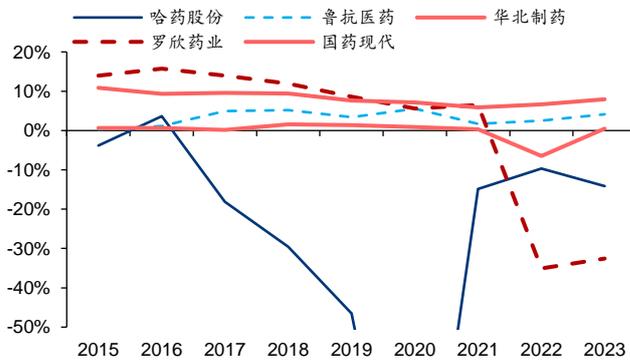
资料来源：Wind，华泰研究

图表64：抗生素企业毛利率



资料来源：Wind，华泰研究

图表65：抗生素相关企业净利率



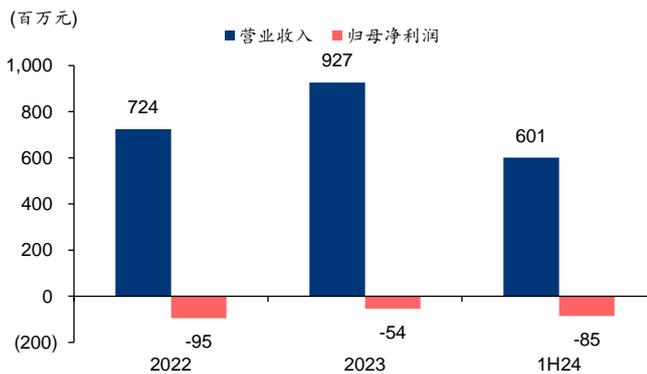
资料来源：Wind，华泰研究

健康科技（线上渠道）：拓展线上渠道勾勒第二成长曲线

健康科技是负责线上渠道的全资子公司，依靠品牌优势与线上营销，我们预计未来收入保持快速增长，净利率有望扭亏并逐步上探至 10%。

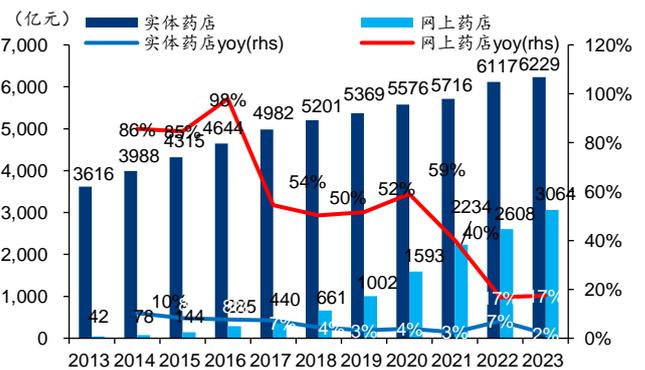
- 1) 健康科技（哈药健康科技有限公司）是哈药股份成立于 2022 年的全资子公司，主要负责线上渠道运营，包括钙铁锌口服液（哈药三精生产）、铁维生素 B12 口服液（哈药三精生产）等 40 余款品种，目前渠道已经覆盖天猫、京东、拼多多、抖音、快手等传统电商+新锐电商。
- 2) 2013 年以来随着通信技术与移动互联网高速发展，网上药店市场规模也在快速成长。2013~2023 年中国网上药店年销售额从 42 亿元增加到 3064 亿元，CAGR 达 54%，而同期实体药店 CAGR 仅 6%。
- 3) 汤臣倍健作为中国保健品龙头，线上渠道的自营模式近年取得快速增长，从 2019 年不足 1 亿元最高增长至 2023 年 23 亿元，且公司净利率维持在 20%左右，2024 年因行业竞争加剧下探至 9%。
- 4) 哈药健康成立不足 5 年，已打造钙铁锌与铁维生素 B12 等过亿品种，由于具备品牌优势（哈药为药品品牌而非保健品品牌），我们预计未来收入空间仍然较大，此外因初期投入较大，公司净利率持续为负，我们预计随着产品成熟有望逐步扭亏并提升至行业水平。

图表 66：哈药健康科技：营业收入、归母净利润



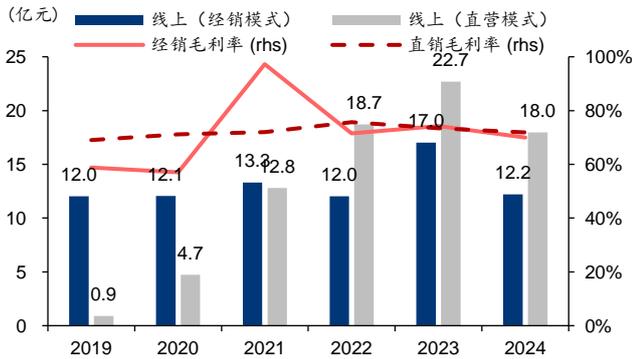
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 67：中国实体药店和网上药店销售额与增速



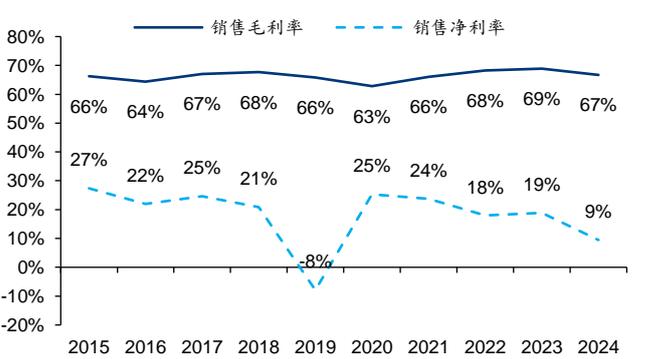
资料来源：米内网，华泰研究

图表 68：汤臣倍健：线上渠道收入与毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 69：汤臣倍健：销售毛利率与销售净利率

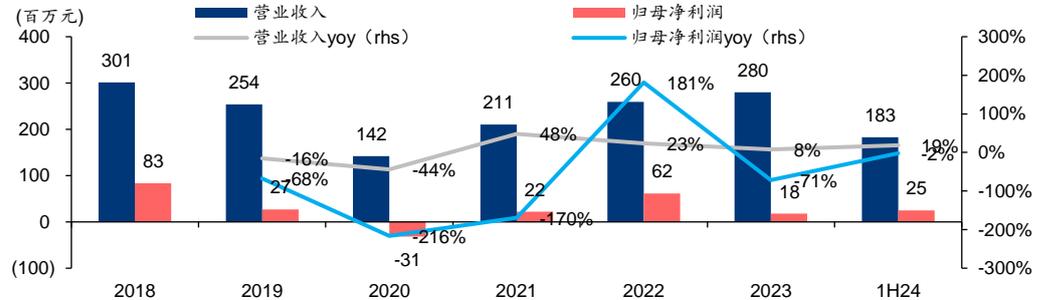


资料来源：公司公告，华泰研究

哈药生物：“一体两翼”战略，聚焦 EPO 与轻医美

哈药生物（哈药集团生物工程有限公司）是哈药股份的全资子公司，为公司生物制剂与轻医美生产基地，其核心产品为人促红素（2023 年销售约 2 亿元）。我们预计生物公司未来执行“一体两翼”战略，EPO 通过夺取市场份额力争冲击五亿体量，积极培育独家产品利多能（布洛芬乳膏）、线上医美等新增长点，此外通过降本增效提升净利率水平。

图表70：哈药生物公司营业收入、归母净利润和增速

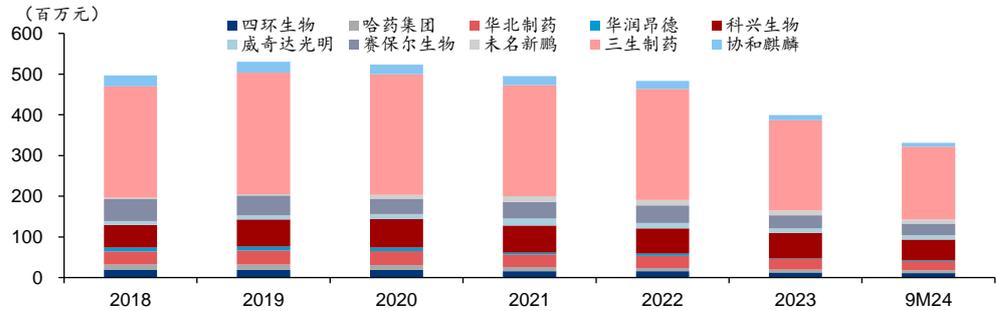


资料来源：公司公告，华泰研究

人促红素：公司凭借价格与品牌优势，拓展市场份额，冲刺 5 亿级品种。

- 1) 促红细胞生成素（EPO）主要用于促进骨髓红系祖细胞生长、分化和成熟，适用于各类贫血。我国有 11 家国产和 1 家进口公司获批上市。PDB 数据 2023 年样本医院 EPO 销售额约 4 亿元，假设 5 倍放大倍数，我们估算 23 年 EPO 市场规模约 20 亿。
- 2) 哈药从 2023 年开始采取积极的降价策略，在平均价格已经低于市场均价的同时降价幅度更大（2023 年哈药降价 34%，其他公司仅降价 2%），市占率逐步提升，22/23/9M24 哈药集团 PDB 样本医院销售额市占率分别为~1.7/1.9/2.1%，未来有望延续该趋势进一步抢占市场。

图表71：人促红素 PDB 样本医院销售额



资料来源：PDB，华泰研究

图表72：人促红素 PDB 样本平均单价



注：统一为 3000IU/支规格进行计算
资料来源：PDB，华泰研究

图表73：哈药人促红素 PDB 样本医院销售额和市占率



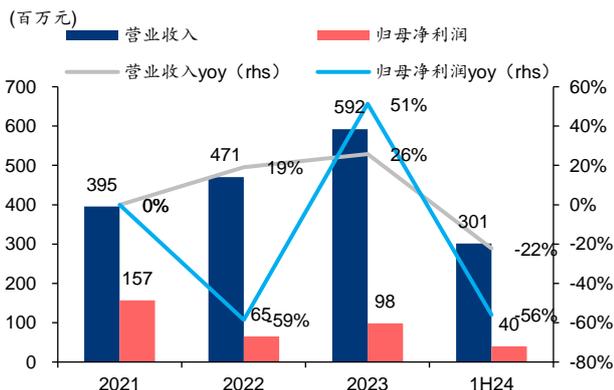
注：统一为 3000IU/支规格进行计算
资料来源：PDB，华泰研究

哈药中药：文号多而体量小，力争培育 3~5 个过亿单品

哈药中药（哈药集团中药有限公司）是哈药股份的全资子公司，主要由哈药集团世一堂制药厂、哈药集团中药二厂、哈药集团世一堂中药饮片公司等企业组成，集营销、生产、研发为一体。目前，公司共有 631 个药品批准文号、504 个品种，拥有国内独家批文数量 51 个，品涵盖片剂、丸剂、颗粒剂、口服液、注射剂、胶囊剂等 13 个剂型。

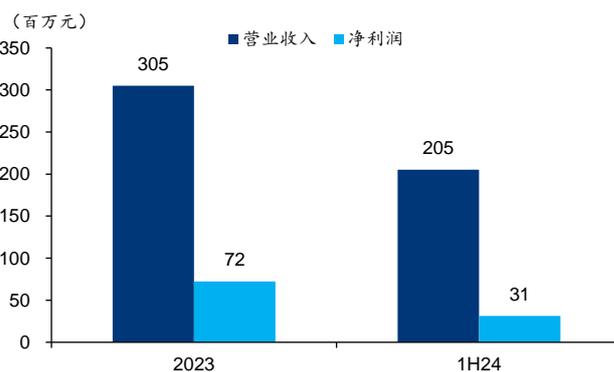
哈药中药近年收入维持较快增长，从 2021 年 4 亿增至 2023 年 6 亿，我们预计未来公司聚焦培养 3~5 个过亿黄金单品，拓展保健品、药食同源滋补品业务，收入端维持 15% 以上的快速增长，此外通过生产改造、精益运营等降低成本，稳步提升净利率。

图表74：哈药中药：营业收入、归母净利润



资料来源：公司公告，华泰研究

图表75：哈药集团世一堂制药厂：收入利润表现

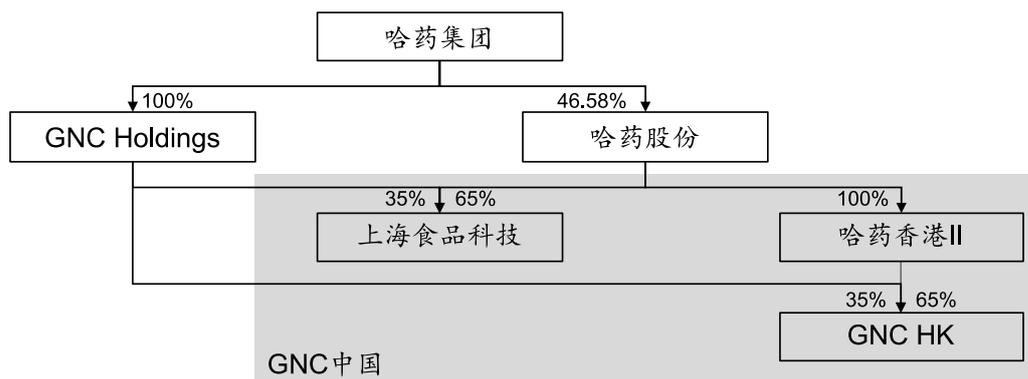


资料来源：公司公告，华泰研究

GNC 中国（保健品）：自有团队经营，聚焦九大产品管线

GNC 成立于 1935 年，是全球知名的膳食补充剂品牌之一。哈药集团 2018 年完成对 GNC Holding 的 40.1% 控股（后改为全资控股），同年上市公司通过上海与香港的新建实体实现 GNC 中国的资产整合。目前上市公司通过哈药香港与上海健安喜管理 GNC 所有产品在中国境内的业务，集团通过 GNC Holdings 管理 GNC 所有产品在中国境外的业务。

图表76：GNC 中国股权结构



资料来源：公司公告，华泰研究

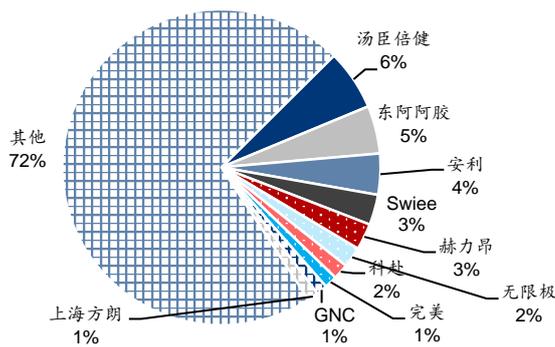
中国保健品行业市场规模持续增长，从 2013 年的 993 亿元增长到 2023 年的 3282 亿元（CAGR 约 14%），但市场仍然比较分散，市占率最高的汤臣倍健仅 6%，CR5 约 21%，CR10 约 28%。保健品属于高毛利高费用的生意，盈利能力介于消费品与药品之间，国内的汤臣倍健与仙乐健康净利率在 10~20%，海外的 Herbalife 与 Haleon 净利率在 5~10%。

图表77: 中国保健品市场规模及预测



资料来源: Wind, 华泰研究

图表78: 保健品公司中国市场占有率情况



资料来源: 艾媒数聚, 华泰研究

图表79: 保健品公司收入和净利率

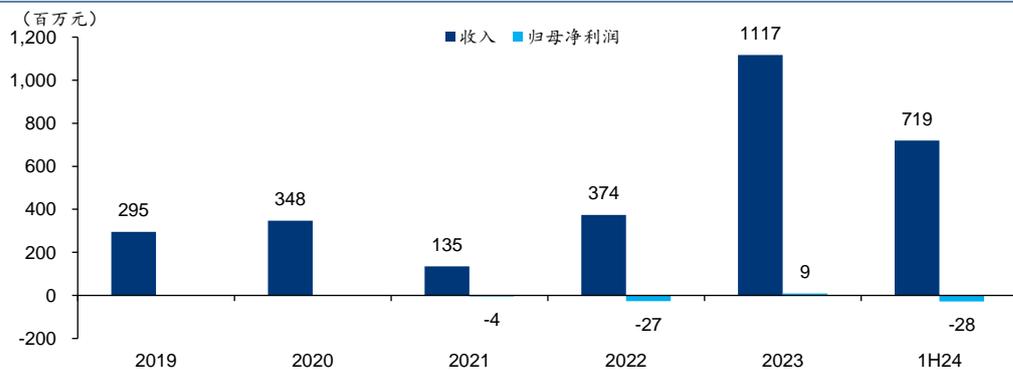
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
汤臣倍健										
营业总收入	17.1	22.7	23.1	31.1	43.5	52.6	61.0	74.3	78.6	94.1
销售净利率	29%	27%	22%	25%	21%	-8%	25%	24%	18%	19%
仙乐健康										
营业总收入	7.8	8.2	7.9	13.3	16.0	15.8	20.7	23.7	25.1	35.8
销售净利率	8%	7%	90%	8%	13%	9%	12%	10%	8%	7%
Herbalife										
营业总收入	49.6	44.7	44.9	44.3	48.9	48.8	55.4	58.0	52.0	50.6
销售净利率	6%	8%	6%	5%	6%	6%	7%	8%	6%	3%
Haleon										
维生素, 矿物质和草药						7.8	20.4	20.3	20.2	20.9
销售净利率						8%	12%	15%	10%	10%

资料来源: 公司官网, 华泰研究

GNC 中国: 收入迎头赶上, 净利率逐步挖潜。

- 1) 依据公司年报, GNC 中国是以 GNC 香港 (哈药香港持有其 65% 股权) 与健安喜食品科技构成的资产组。
- 2) GNC 中国自 2018 年由哈药股份管理后, 中信资本委派职业经理人管理且更换多任 CEO (朱翼凌、黄翔祺等), 2023 年底换届后, 2024 年新管理班子委派内部选聘人员管理, 着力加强经销体系建设并基于 GNC 九大产品管线核心品种的布局进行营销创新。
- 3) GNC 中国近年持续增长, 哈药香港收入从 2019 年约 3 亿元增长至 2023 年超 10 亿元, 但净利率处于微亏或不盈利的水平, 鉴于中国保健品市场空间庞大, 我们预计 GNC 中国未来收入保持快速额增长, 净利率逐步提升。

图表80: GNC 中国 (哈药香港+上海食品科技) 营业收入、归母净利润



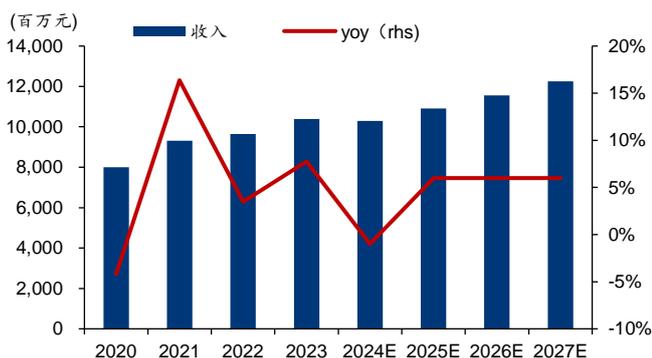
资料来源: 公司公告, 华泰研究

商业：精细化管理成效显著，有望稳健成长

人民同泰为黑龙江区域医药流通龙头市占率领先，我们预计商业板块 24-27 年收入 103/109/116/123 亿元，归母净利率分别为 1.87/1.91/1.95/1.98%（考虑归属哈药部分）主要基于：

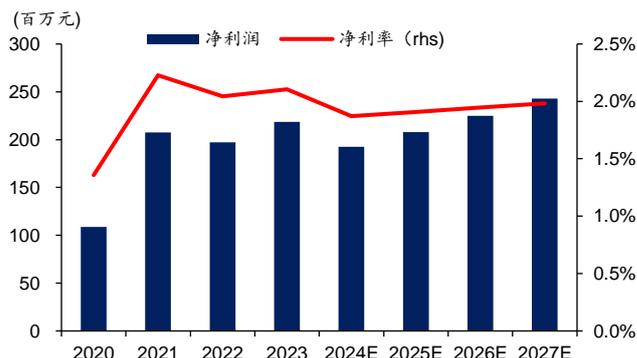
- 1) 随着医保控费、药品集中带量采购等政策影响逐步趋于缓和，我们看好批发业务持续稳健成长，调配业务企稳；
- 2) 零售药房渗透率省内提升空间大，人民同泰会员体系成效显著。我们看好公司省内市占率、会员数量、会员销售占比持续提升；
- 3) 公司近年精细化管理成效显著，我们看好公司持续降本增效提高人均创收。

图表81：哈药商业板块收入及预测



资料来源：Wind，华泰研究

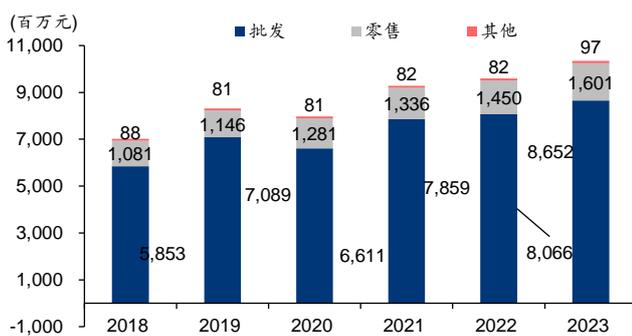
图表82：哈药商业板块归母净利润及预测



资料来源：Wind，华泰研究

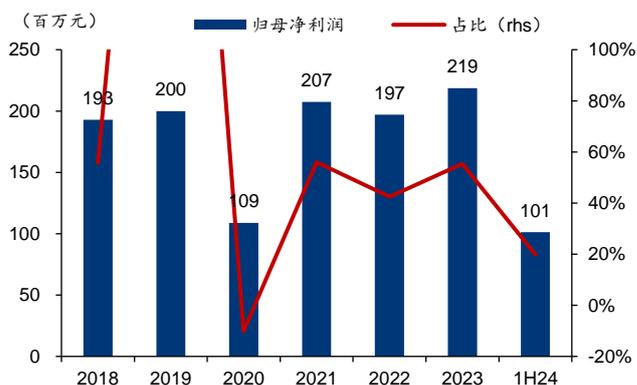
人民同泰深耕黑龙江市场，是省内销售收入领先的医药流通公司，2025年1月3日公司投资者关系活动记录披露，公司在省内流通市场销售占比~40%。人民同泰的业务包括零售业务和批发业务。批发业务收入占比较大，2023年批发业务占人民同泰收入84%，零售业务占15%；零售毛利率较高，2023年人民同泰批发毛利率~7%；零售毛利率~21%。

图表83：哈药商业板块（人民同泰）收入-按业务类型分



资料来源：Wind，华泰研究

图表84：人民同泰归母净利润与占公司归母净利润比例



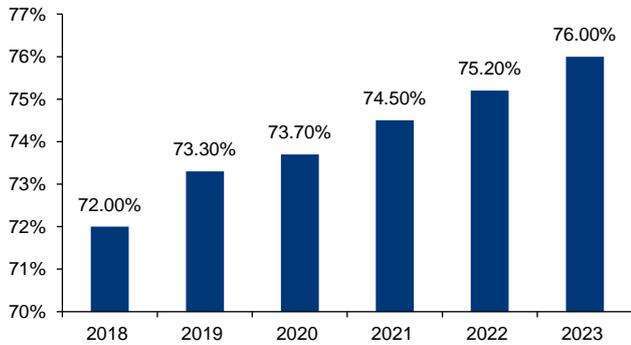
资料来源：Wind，华泰研究

批发分销业务量增利稳，调配业务逐渐企稳。

- 1) 我国医药批发行业集中度持续提升。CR100 销售额从 2018 年的 72% 持续提升到 2023 年的 76%。公司是黑龙江省规模领先的批发企业，拥有省内首家现代化医药物流中心，仓储面积超过 4 万平方米，建立了辐射黑龙江全省的分销网络，基本覆盖全省三级以上规模医院，省内区域竞争优势明显。此外公司积极拓展市场，已将配送网络拓展到吉林、内蒙古等黑龙江省外区域。随着中小批发企业持续出清，市场集中度提升，我们预计公司批发业务将持续获益。

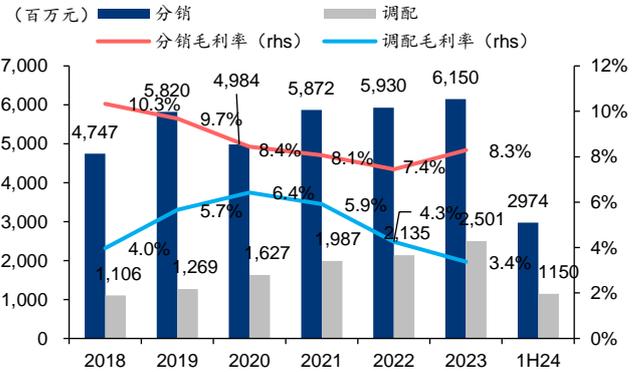
- 2) **分销业务收入和毛利率均高于调配业务。**受到近年医保控费、药品集中带量采购等政策对毛利率的影响,医疗分销毛利率持续下滑,从2018年的10.3%下滑到2022年的7.4%。公司顺应国家政策导向,提升差异化竞争能力,完善丰富经营品种,通过对上游经销商的精细化管理及提高长账期医疗客户运营质量,2023年企稳回升,毛利率同比增长0.9pct,来到8.3%。调配业务收入持续增长,毛利率下滑趋势逐渐收窄。

图表85: 中国医药批发企业 TOPT100 市场份额



资料来源:公司公告,商务部《2023年药品流通行业运行统计分析报告》,华泰研究

图表86: 人民同泰批发业务收入和利润率-分业务类型



资料来源:公司公告,华泰研究

零售药店从哈尔滨辐射全省。

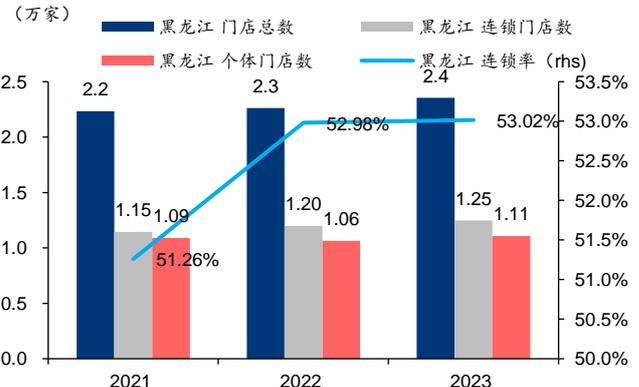
- 1) **全国药店连锁化提升趋势持续,黑龙江省提升空间较大。**我国全国药店连锁率从2018年的52.24%逐年提升到2023年的57.81%,从国际经验看,美国、法国和澳大利亚等欧美发达国家,排名前三位药品流通企业合计均占本国市场总额的90%以上;日本排名前五的药品流通企业市场占有率也达80%,我国药品流通行业结构仍有较大优化空间(商务部《2023年药品流通行业运行统计分析报告》)。黑龙江省2023年连锁化率仅达到53.02%,低于全国平均~5pct,提升空间较大。
- 2) **人民同泰过半门店位于哈尔滨,哈市外门店数量持续提升。**截至1H24省内直营门店389家(其中DTP药房15家,双通道资格9家,门诊统筹资格161家),245家在哈尔滨市内,144家在哈尔滨市外。哈市内门店数量相对稳定,从2020年期维持在240-260家,外门店数量呈现逐年增长态势,从2018年的80家增长到1H24的144家。
- 3) **持续增强会员粘性,销售占比持续提升。**公司建立了一套成熟的会员体系,2023年开展了60场大型主题营销、区域联动、个性化营销等系列营销活动,强化厂商联动,助力品牌成长。此外公司持续利用CRM系统、企业微信群、公众号等多渠道搭建私域流量运营,实施精准营销,提升会员粘性和活跃度,截至1H24会员人数达到247万人,会员销售占比从2018年的44%逐年提升到了1H24的78%。

图表87: 全国连锁与个体药店数量



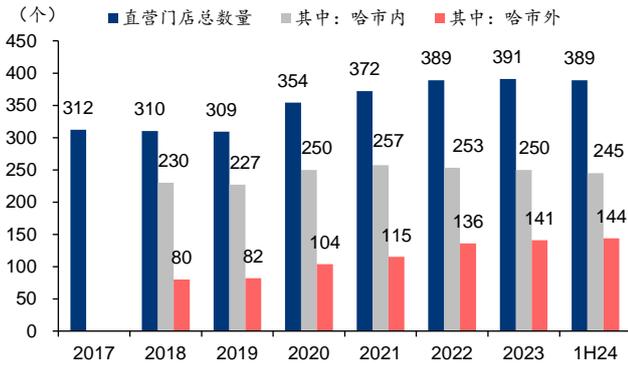
资料来源:《药品流通蓝皮书中国药品流通行业发展报告(2023)》,公司公告,华泰研究

图表88: 黑龙江省连锁与个体药店数量



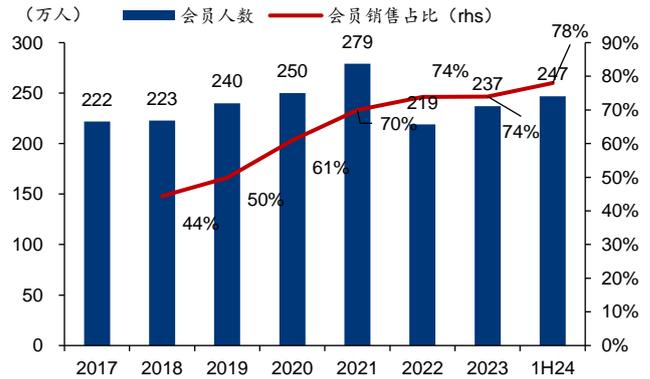
资料来源:国家药监局,华泰研究

图表89：人民同泰直营门店数和分布



资料来源：公司公告，华泰研究

图表90：人民同泰会员人数和销售占比

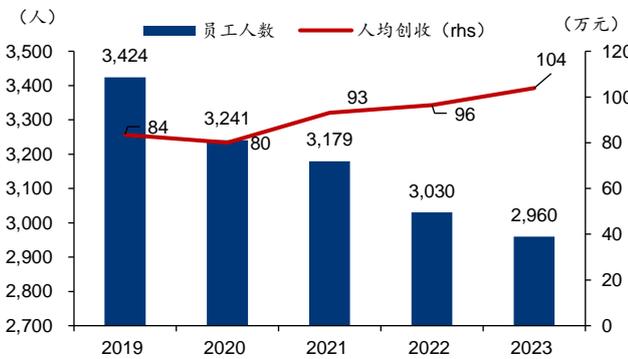


资料来源：公司公告，华泰研究

人民同泰近年持续在加强精细化管理。

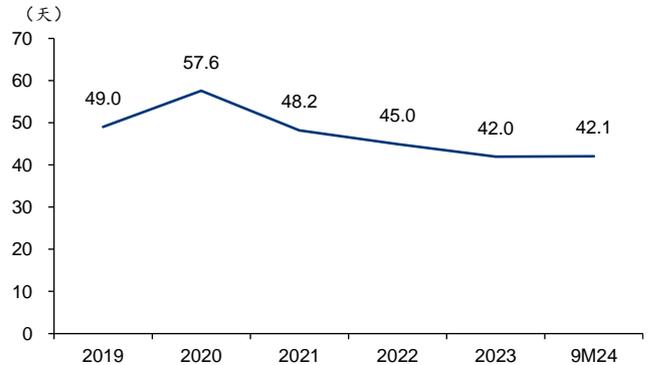
- 降本增效，人均创收持续攀升。**公司持续精简人员结构，总员工数量从2019年的3424人减少到2023年的2960人，与此同时人均创收呈现增长态势，从2019年的84万增加到2023年的104万；
- 精细化管理，存货周转天数持续下降。**公司持续深入精细化运营，提升存货周转效率。存货周转天数呈现下降态势，从2020年的57.6天减少到9M24的42.1天；
- 控费效果显著，费用率持续下降。**公司费用管控力度持续提高，销售费用率和管理费用率持续下降，分别从2020年的6.3%和1.6%下降到9M24的3.8%和0.8%；财务费用率从2021年的0.5%下降到9M24的0.2%。

图表91：哈药商业板块（人民同泰）营收/员工数



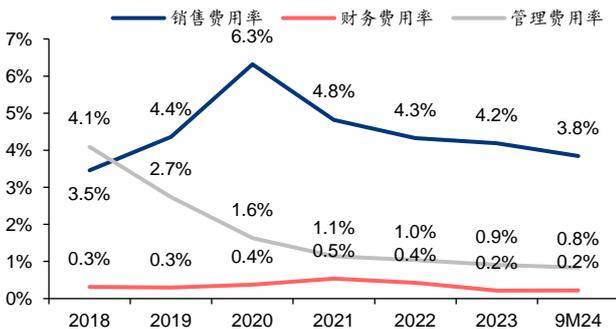
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表92：哈药商业板块（人民同泰）存货周转天数



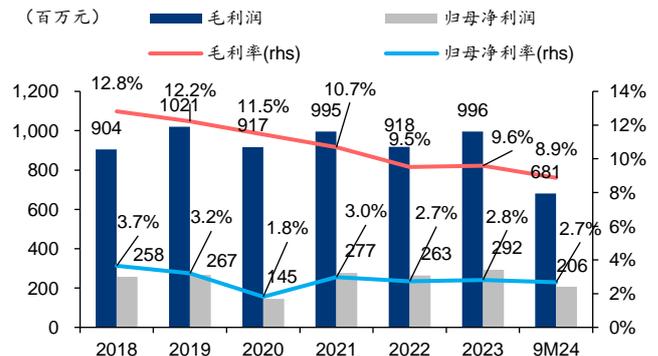
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表93：哈药商业板块（人民同泰）三项费用率



资料来源：Wind，华泰研究

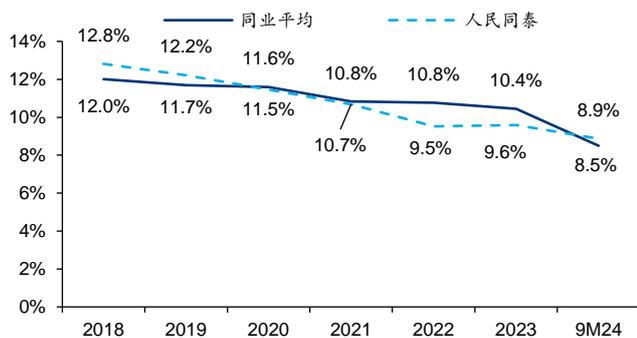
图表94：哈药商业板块（人民同泰）毛利率与归母净利率



资料来源：Wind，华泰研究

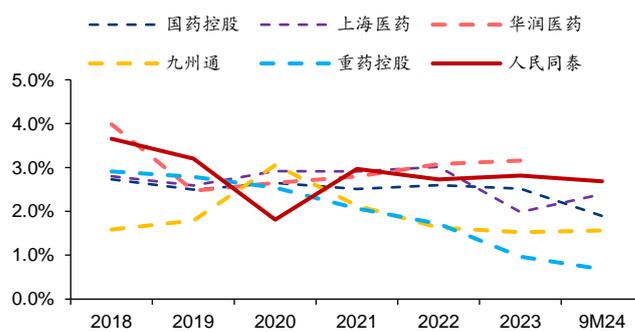
人民同泰的净利润水平行业领先且稳健。随着国家深入实施药品集中带量采购、“两票制”等政策，医药流通行业平均利润率承受较大压力，行业毛利率均呈现持续下滑态势，同业平均毛利率从2018年的12.0%下降到9M24的8.5%，公司毛利率从2018年的12.8%下降到9M24的8.9%。与此同时降本增效效果显著，利润率在同业上市公司中维持领先（2023年在6家中第二，9M24在5家中种排第一）且更加稳健（2018年-9M24，行业平均毛利率下降3.5 pct，人民同泰下降3.9 pct；行业平均净利率下降1.2 pct，人民同泰下降1.0 pct）。

图表95：哈药商业板块（人民同泰）毛利率水平同业对比



注：同业可比公司选取国药控股、上海医药、华润医药、九州通、重药控股，其中华润医药为港股上市公司未披露三季度在计算9M24均值时剔除
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表96：哈药商业板块（人民同泰）净利率水平同业对比



注：华润医药为港股上市公司未披露三季度在对比9M24时剔除
资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值分析

预计 2024-27 年归母净利润 6.0/7.3/8.9/10.7 亿元

我们预计公司 2024-2027 年收入 169/185/202/221 亿元 (+9.5/9.5/9.3/9.2% yoy)，其中：

- 1) 我们预计工业 2024~27 年收入 63/74/87/101 亿元，同比增长 20/18/17/16%：
 - a) 按产品分，我们预计营养补充剂收入维持快速增长（核心产品葡萄糖酸钙与葡萄糖酸锌抢占维矿市场，GNC 中国加大经销体系建设，钙铁锌与铁维生素 B12 依托线上渠道快速放量），抗病毒抗感染收入维持稳健增长（自营销售发力），感冒药收入维持快速增长（双黄连与小儿氨酚黄那敏市场容量大，23 年分别~20 亿、10 亿，市占率有提升空间，23 年分别约 10%、6%），心脑血管、消化系统、抗肿瘤等收入表现平稳；
 - b) 按公司分，我们预计营销公司收入维持快速增长（线下销售平台，主力产品通过营销加强、覆盖提升推动市场份额扩大），健康科技公司维持快速增长（线上销售平台，主力产品加速线上销售，22/23/1H24 销售 7.2/9.3/6.0 亿），中药公司与生物公司维持稳健增长（中药公司聚焦大单品，生物公司聚焦一体两翼），GNC 中国维持快速增长（加大经销体系建设）。
- 2) 我们预计商业收入 2024-27 年收入 108/113/117/122 亿元，同比增长 4.0/4.5/4.0/4.0%：
 - a) 随着医保控费、药品集中带量采购等政策影响逐步趋于缓和，我们看好批发业务持续稳健成长，调配业务企稳；
 - b) 零售药房渗透率省内提升空间大，人民同泰会员体系成效显著。我们看好公司省内市占率（黑龙江集中度~53%、全国~58%、美日等发达国家 80-90%）、会员数量（22 年~219 万到 1H24~247 万）、会员销售占比（22 年~74%到 1H24~78%）持续提升；
 - c) 公司近年精细化管理成效显著，我们看好公司持续降本增效提高人均创收。

我们预计公司 2024-27 归母净利润为 6.0/7.3/8.9/10.7 亿元 (+52.4/21.7/21.6/20.0%yoy)，主要基于：

- 1) **毛利率**：考虑到高毛利工业板块占比提升，公司整体毛利率有望持续提高，我们预计公司 2024-27 年整体毛利率分别为 28.2/28.9/30.2/31.5%；
- 2) **销售费用率**：考虑到公司工业板块销售费用率较高，随着工业占比持续增加，我们预计公司 2024-27 年销售费用率分别为 15.5/15.6/16.4/17.0%；
- 3) **管理费用率**：我们假设公司持续降本增效，管理费用率稳中有降，我们假设公司 2024-27 年管理费用率分别为 5.4/5.3/5.2/5.1%；
- 4) **研发费用率**：假设公司持续加强研发，我们假设公司 2024-27 年研发费用率分别为 0.7/0.8/0.9/1.0%。

图表97：哈药股份盈利预测

(百万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	12802	13809	15457	16923	18529	20247	22116
yoy	18.7%	7.9%	11.9%	9.5%	9.5%	9.3%	9.2%
其中							
医药工业	3464	4449	5270	6320	7441	8709	10111
yoy	25%	28%	18%	20%	18%	17%	16%
营养补充剂	1490	2034	2865	3610	4404	5329	6341
yoy		37%	41%	26%	22%	21%	19%
抗感染	857	886	1016	1219	1439	1669	1919
yoy		3%	15%	20%	18%	16%	15%
感冒药	310	584	536	563	591	620	652
yoy		88%	-8%	5%	5%	5%	5%
消化系统	298	300	256	269	282	296	311
yoy		0%	-14%	5%	5%	5%	5%
心脑血管	261	290	222	233	245	257	270
yoy		11%	-24%	5%	5%	5%	5%
抗肿瘤	84	157	214	257	303	352	422
yoy		86%	36%	20%	18%	16%	20%
其他	163	198	161	169	178	186	196
yoy		21%	-19%	5%	5%	5%	5%
医药商业	9277	9598	10349	10766	11250	11700	12168
yoy	16%	3%	8%	4%	4%	4%	4%
营业成本	9766	10403	11405	12148	13177	14124	15144
毛利润	3036	3406	4052	4774	5352	6123	6972
毛利率	23.7%	24.7%	26.2%	28.2%	28.9%	30.2%	31.5%
销售费用	1327	1754	2312	2630	2891	3310	3760
销售费用率	10.4%	12.7%	15.0%	15.5%	15.6%	16.4%	17.0%
管理费用	987	819	840	919	989	1053	1128
管理费用率	7.7%	5.9%	5.4%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%
研发费用	98	116	106	118	149	182	221
研发费用率	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%
归母净利润	371	464	395	602	733	891	1069
yoy	-134.4%	25.1%	-14.9%	52.4%	21.7%	21.6%	20.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

给予公司 2025 年 17x PE 估值

基于可比公司估值法，我们给予公司 2025 年 PE 估值 17x。

- 1) 公司具备较强的品牌优势，核心业务为维矿类药品（葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌）、OTC 药品（双黄连、小儿氨酚黄那敏）、保健品（钙铁锌、GNC）等品种；
- 2) 我们选取 OTC 板块的龙头公司作为可比公司，包括云南白药（白药系列、白药牙膏等）、东阿阿胶（阿胶系列）、马应龙（马应龙系列）、同仁堂（安宫牛黄丸等）等品牌药公司，及华润三九（感冒灵、葡萄糖酸钙锌等）、羚锐制药（通络祛痛膏等）、江中药业（健胃消食片等）、华特达因（维生素 AD 滴剂等）等大众药公司。
- 3) 可比公司 2025 年 PE 均值、经调整平均值、中位数为 18x、18x、17x，PEG 在 1.2~1.4x。

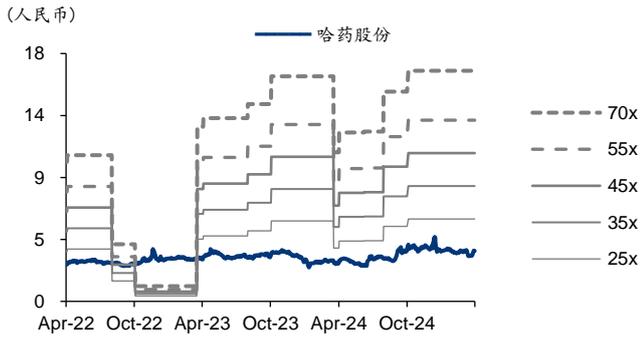
图表98：估值表

公司代码	公司	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			P/E (倍)				CAGR 2024~26E	PEG 2025E		
				2023A	2024A/E	2025E	2026E	2027E	2024A/E	2025E			2026E	2027E
600538 CH	云南白药	58.38	1042	4,094	4,749	5,131	5,615	6,195	22	20	19	17	9%	2.3
600423 CH	东阿阿胶	63.10	406	1,151	1,557	1,852	2,202	2,605	26	22	18	16	19%	1.2
600085 CH	同仁堂	36.37	499	1,669	1,526	1,856	2,121	2,371	33	27	24	21	18%	1.5
600993 CH	马应龙	26.57	115	443	528	649	742	837	22	18	15	14	19%	1.0
000999 CH	华润三九	43.85	563	2,853	3,368	3,856	4,398	5,019	17	15	13	11	14%	1.0
600285 CH	羚锐制药	22.39	127	568	691	816	953	/	18	16	13	/	17%	0.9
600750 CH	江中药业	23.17	146	708	788	888	1,003	1,130	18	16	15	13	13%	1.3
000915 CH	华特达因	30.72	72	585	516	546	597	655	14	13	12	11	8%	1.7
	平均值								21	18	16	15	15%	1.4
	平均值 (剔除最高/最低)								21	18	16	12	15%	1.3
	中位数								20	17	15	14	16%	1.2
600664 CH	哈药股份	3.71	93	395	602	733	891	1069	16	13	10	9	21%	0.6

注：数据按 2025 年 4 月 24 日收盘价计算，其中羚锐 24 年利润为 Wind 一致预期，其他可比公司为实际披露值

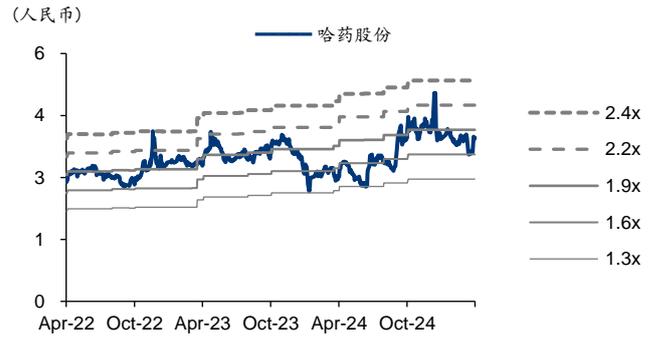
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表99: 哈药股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表100: 哈药股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

- 1) **行业政策风险:** 医药行业始终受到政策管控, 药店行业竞争加剧、四同治理、中成药集采等政策可能会对公司的产品线、市场准入、销售价格等方面产生影响, 对公司的经营稳定性和盈利能力构成风险;
- 2) **市场推广不及预期:** 产品销售受市场需求、竞争格局等外部因素及公司运营、营销策略等内部因素的影响, 难以全面把握, 存在不及预期的风险;
- 3) **新管理层经营低于预期:** 公司管理层 2023 年底换届后, 2024 年以来给公司带来积极变化, 经营向好的持续性可能低于预期。

免责声明

分析师声明

本人，代雯、张云逸，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、张云逸本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司